

Verdsettelse av Fornebu Utvikling ASA

Sven-Christopher Aalvik og Øyvind E. Stråbø

Veileder

Leif Atle Beisland

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2011

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Institutt for økonomi

Forord

Denne utredningen er en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder.

Valg av tema for oppgaven falt naturlig på bakgrunn av våre fagprofiler innenfor eiendom og finans. En verdsettelsesoppgave gav oss muligheten til å kombinere våre kunnskaper fra forskjellige fagfelt på en spennende måte. Vi valgte Fornebu Utvikling ASA, da vi på forhånd var enige om å verdsette et børsnotert eiendomsselskap, og at selskapet den siste tiden har vært mye omtalt i media. En annen faktor var at det tidligere ikke var blitt gjennomført en (publisert) verdsettelse av dette selskapet.

Arbeidet med utredningen har vært en lærerik, men samtidig krevende prosess hvor vi har fått benyttet og videreutviklet vår faglige kompetanse. Foruten grunnleggende kunnskaper om eiendomsmarkedet har vi hatt stor glede av våre kunnskaper innen strategi og regnskap.

Vi ønsker til slutt å takke vår veileder, førsteamanuensis Leif Atle Beisland, for gode innspill og tilbakemeldinger under prosessen med å gjennomføre utredningen. Videre vil vi rette en takk til Kjell Henry Knivsflå for tilgang til forelesningsnotater, samt Lars Flåøyen for tilsendelse av oppdaterte avkastningstall for eiendomsmarkedet i Norge.

Kristiansand, 30.mai 2011

Sven-Christopher Aalvik

Øyvind E. Stråbø

Sammendrag

Vi har i denne verdsettelsen av Fornebu Utvikling ASA benyttet offentlig tilgjengelig informasjon som utgangspunkt. Tidspunkt for verdsettelsen er 14. april 2011. I oppgaven har hovedfokus vært FBUs utviklingsområde på Fornebu.

Oppgaven starter med en presentasjon av selskapet og eiendomsmarkedet. Deretter presenteres ulike verdsettelsesteknikker og argumentasjon for vårt valg av fundamental verdsettelse som hovedfokus.

Videre gjennomfører vi en strategisk analyse av selskapet. Her kartlegger vi selskapets strategiske posisjon i forhold til markedet. Denne delen er et viktig ledd i gjennomføringen av verdsettelsen, da den danner grunnlaget for fremtidsregnskapet. Den strategiske analysen blir så etterfulgt av en regnskapsanalyse hvor vi omgrupperer og justerer regnskapet slik at det tilpasses en investororientert analyse. Deretter følger en finansiell analyse av Fornebu Utvikling ASA og deres nærmeste konkurrenter. Her blir regnskapene analysert i forhold til risiko, lønnsomhet og vekst samt at det utarbeides et historisk avkastningskrav.

Den strategiske og regnskapsmessige analysen danner så grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. På grunnlag av dette verdsettes selskapets egenkapital ved fundamental verdsettelsesmetode og den driftsrelaterte superprofittmodellen. Vi har i tillegg valgt å supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse basert på multiplikatormetoden.

Vi kommer frem til et verdiestimat på 3,22 NOK per aksje i den fundamentale verdsettelsen. Dette estimatet ligger 24 prosent over aksjeverdien på Oslo Børs den 14. april 2011. Etter å ha utført en sensitivitetsanalyse, konkluderer vi med at vårt verdiestimat er sensitivt i forhold til endringer i økonomiens langsiktige vekstrate, endringer i selskapets avkastningskrav, endringer i budsjetterte fremtidige driftsinntekter og endringer i den risikofrie renten. Den komparative verdsettelsen underbygger det høye estimatet fra den fundamentale verdsettelsen med et verdiestimat på 3,35 NOK. Basert på våre estimater vil vi anbefale investorer kjøp av aksjen.

Forord	
Sammendrag	
<u>1. Fornebu Utvikling ASA og eiendomsbransjen</u>	<u>s.12</u>
<u>1.1 Selskapets historie</u>	<u>s.12</u>
<u>1.1.1 Selskapets virksomhet og strategi</u>	<u>s.13</u>
<u>1.1.2 Selskapets fokus – Fornebu – bolig</u>	<u>s.13</u>
<u>1.1.3 Selskapets fokus – Fornebu – næring</u>	<u>s.14</u>
<u>1.1.4 Selskapets fokus – Odense</u>	<u>s.14</u>
<u>1.1.5 Ledelse</u>	<u>s.15</u>
<u>1.1.6 Organisering og Hovedaksjonærer</u>	<u>s.16</u>
<u>1.1.7 Aksjekursutvikling</u>	<u>s.16</u>
<u>1.2 Eiendom som investeringsobjekt</u>	<u>s.17</u>
<u>1.2.1 Risikjustert avkastning</u>	<u>s.18</u>
<u>1.2.2 Diversifiseringsevne</u>	<u>s.18</u>
<u>1.2.3 Inflasjonssikring</u>	<u>s.19</u>
<u>1.2.4 Komponent i en markedsnøytral portefølje</u>	<u>s.20</u>
<u>1.2.5. Jevn kontantstrøm</u>	<u>s.20</u>
<u>1.2.6 Skattemessig fordel</u>	<u>s.20</u>
<u>1.3 Investering og utvikling av eiendom</u>	<u>s.21</u>
<u>1.3.1 Eiendomsutvikling og verdikjeden for eiendom</u>	<u>s.22</u>
<u>1.3.2 FBU i verdikjeden</u>	<u>s.23</u>
<u>1.3.3 Risikofaktorer</u>	<u>s.23</u>
<u>2. Valg av verdsettelsesteknikk</u>	<u>s.24</u>

<u>2.1 Fundamental verdsettelse</u>	<u>s.25</u>
<u>2.1.1 Komparativ verdsettelse</u>	<u>s.25</u>
<u>2.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse</u>	<u>s.26</u>
<u>2.2 Valg av verdsettelsesmetode</u>	<u>s.26</u>
<u>2.2.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse</u>	<u>s.28</u>
<u>2.3 Superprofittmodellen</u>	<u>s.29</u>
<u>3. Strategisk analyse</u>	<u>s.31</u>
<u>3.1 Strategisk analyse av interne faktorer</u>	<u>s.32</u>
<u>3.2 Ressursbasert perspektiv</u>	<u>s.32</u>
<u>3.2.1 Fysiske ressurser</u>	<u>s.33</u>
<u>3.2.2 Menneskelige ressurser</u>	<u>s.34</u>
<u>3.2.3 Organisasjonsmessig ressurs</u>	<u>s.35</u>
<u>3.2.4 Finansielle ressurser</u>	<u>s.35</u>
<u>3.3 Kritikk av VRIO</u>	<u>s.37</u>
<u>3.4 Ekstern analyse</u>	<u>s.37</u>
<u>3.4.1 Nye aktører</u>	<u>s.38</u>
<u>3.4.2 Etablerte aktører</u>	<u>s.41</u>
<u>3.4.3 Press fra substitutter</u>	<u>s.44</u>
<u>3.4.4 Kundernes forhandlingsposisjon</u>	<u>s.44</u>
<u>3.4.5 Leverandørens forhandlingsposisjon</u>	<u>s.46</u>
<u>3.5 PESTLE analyse</u>	<u>s.47</u>
<u>3.5.1 Politiske faktorer</u>	<u>s.48</u>
<u>3.5.2 Økonomiske faktorer</u>	<u>s.49</u>

<u>3.5.3 Sosiologiske faktorer:</u>	<u>s.53</u>
<u>3.5.4 Teknologiske faktorer</u>	<u>s.55</u>
<u>3.5.5 Miljømessige faktorer:</u>	<u>s.56</u>
<u>3.6 Oppsummering ekstern analyse</u>	<u>s.57</u>
<u>3.7 Strategisk analyse oppsummering – SWOT</u>	<u>s.57</u>
<u>3.7.1 SWOT-analyse</u>	<u>s.57</u>
<u>4. Regnskapsanalyse</u>	<u>s.59</u>
<u>4.1 Valg av analysenivå</u>	<u>s.60</u>
<u>4.1.1 Valg av analyseperiode</u>	<u>s.60</u>
<u>4.1.2 Valg av komparativ bransje</u>	<u>s.60</u>
<u>4.2 Fremstilling av regnskapstall</u>	<u>s.61</u>
<u>4.2.1 Resultatregnskap</u>	<u>s.61</u>
<u>4.2.2 Balanse</u>	<u>s.62</u>
<u>4.2.3 Omgruppering av resultat og balanse</u>	<u>s.63</u>
<u>4.3 Endring i egenkapital</u>	<u>s.64</u>
<u>4.4 Drifts- og finansieringsaktiviteter</u>	<u>s.65</u>
<u>4.4.1 Oppdeling i normale og unormale poster</u>	<u>s.66</u>
<u>4.4.2 Omgruppering av balanse – del 1</u>	<u>s.67</u>
<u>4.4.3 Omgruppering av balanse – del 2</u>	<u>s.68</u>
<u>5. Risikoanalyse</u>	<u>s.69</u>
<u>5.1 Analyse av kortsiktig risiko (likviditetsanalyse)</u>	<u>s.69</u>
<u>5.1.1 Likviditetsgrad 1</u>	<u>s.70</u>
<u>5.1.2 Likviditetsgrad 2</u>	<u>s.70</u>

<u>5.2 Analyse av langsiktig risiko (soliditetsrisiko)</u>	<u>s.72</u>
<u>5.2.1 Egenkapitalprosent</u>	<u>s.72</u>
<u>5.2.2 Gjeldsdekning</u>	<u>s.73</u>
<u>5.2.3 Driftsrentabilitet</u>	<u>s.74</u>
<u>5.3 Kredittrating</u>	<u>s.74</u>
<u>6. Selskapets avkastningskrav</u>	<u>s.77</u>
<u>6.1 Egenkapitalkrav</u>	<u>s.77</u>
<u>6.1.1 Risikofri rente</u>	<u>s.78</u>
<u>6.1.2 Markedets Risikopremie</u>	<u>s.79</u>
<u>6.1.3 Egenkapitalbeta</u>	<u>s.79</u>
<u>6.1.4 Beregning av egenkapitalkrav</u>	<u>s.80</u>
<u>6.1.5 Gjeldskostnad</u>	<u>s.80</u>
<u>6.2 Beregning av vektet avkastningskrav (WACC)</u>	<u>s.82</u>
<u>7. Analyse av FBUs avkastning og vekst i egenkapital</u>	<u>s.83</u>
<u>7.1 Dekomponering av ROCE</u>	<u>s.84</u>
<u>7.1.1 Førstegradsanalyse av ROCE</u>	<u>s.84</u>
<u>7.1.2 Andregradsanalyse(komponering) av ROCE</u>	<u>s.86</u>
<u>8. Vekstanalyse</u>	<u>s.88</u>
<u>8.1 Vekst i lønnsomhet</u>	<u>s.88</u>
<u>8.2 Endring i egenkapital</u>	<u>s.90</u>
<u>9. Fremtidsbudsjett</u>	<u>s.91</u>
<u>9.1 Prognose for driftsinntekter</u>	<u>s.91</u>
<u>9.1.2 Prognose for omløpshastighet</u>	<u>s.93</u>

<u>9.1.3 Prognose for Normal profittmargin</u>	<u>s.94</u>
<u>10. Fundamental verdsettelse av FBU</u>	<u>s.95</u>
<u>11. Komparativ verdsettelse av FBU</u>	<u>s.96</u>
<u>11.1 Valg av basis</u>	<u>s.96</u>
<u>11.1.1 Valgt av komparative selskap</u>	<u>s.96</u>
<u>11.1.2 Valg av komparativ multiplikator</u>	<u>s.97</u>
<u>11.2 Komparativ verdsettelse</u>	<u>s.98</u>
<u>11.3 Handlingsplan</u>	<u>s.98</u>
<u>11.4 Oppsummering av komparativ verdsettelse</u>	<u>s.99</u>
<u>12. Sensitivitetsanalyse</u>	<u>s.99</u>
<u>12.1 Endring i FBUs langsiktig vekstrate og WACC</u>	<u>s.99</u>
<u>12.2 Endring i FBUs inntekter</u>	<u>s.100</u>
<u>12.3 Endring i risikofri rente</u>	<u>s.101</u>
<u>13. Oppsummering</u>	<u>s.102</u>
<u>14. Handlingsplan</u>	<u>s.103</u>

<u>Figur 1 – Konsernstruktur</u>	<u>s.15</u>
<u>Figur.2 – Aksjekursutvikling</u>	<u>s.16</u>
<u>Figur.3 – Verdikjeden for eiendomsutvikling</u>	<u>s.22</u>
<u>Figur.4 – Rammeverk fundamental verdsettelse</u>	<u>s.28</u>
<u>Figur.5 – Rammeverk strategisk analyse</u>	<u>s.31</u>
<u>Figur.6 – VRIO</u>	<u>s.33</u>
<u>Figur. 7 – Oppsummering VRIO.</u>	<u>s.36</u>
<u>Figur. 8 – Porters “Five Forces”</u>	<u>s.38</u>
<u>Figur. 9 – Boligprisutvikling Norge</u>	<u>s.43</u>
<u>Figur. 10 – Byggekostnadsindeks</u>	<u>s.47</u>
<u>Figur.11 – PESTLE</u>	<u>s.48</u>
<u>Figur. 12 – Styringsrenten</u>	<u>s.50</u>
<u>Figur. 13 – Arbeidsledighet</u>	<u>s.51</u>
<u>Figur. 14 -Volumvekst BNP fra 2008 til 2009</u>	<u>s.51</u>
<u>Figur.15 – Eiendomsindeks</u>	<u>s.52</u>
<u>Figur. 16 –FBU vs OSEBX</u>	<u>s.53</u>
<u>Figur. 17 – Befolkningsvekst present</u>	<u>s.54</u>
<u>Figur. 18 – Befolkningsprognoser</u>	<u>s.54</u>
<u>Figur.19 – Rammeverk regnskapsanalyse</u>	<u>s.59</u>
<u>Figur. 20 – Risikoanalyse</u>	<u>s.69</u>
<u>Figur. 21 – Likviditetsgrad 1</u>	<u>s.70</u>
<u>Figur. 22 – Likviditetsgrad 2</u>	<u>s.71</u>
<u>Figur. 23 – Lønnsomhetsanalyse</u>	<u>s.83</u>
<u>Figur.24 – Rammeverk komparativ verdsettelse</u>	<u>s.96</u>

<u>Tabell.1 – Aksjonærer</u>	<u>s.16</u>
<u>Tabell. 2 - Historisk avkastning</u>	<u>s.18</u>
<u>Tabell. 3 - Korrelasjon</u>	<u>s.19</u>
<u>Tabell. 4 – SWOT</u>	<u>s.58</u>
<u>Tabell. 5 – Resultatregnskap</u>	<u>s.61</u>
<u>Tabell. 6 – Balanse – eiendeler</u>	<u>s.62</u>
<u>Tabell. 7 – Balanse - egenkapital og gjeld.</u>	<u>s.63</u>
<u>Tabell. 8 – Endring egenkapital</u>	<u>s.64</u>
<u>Tabell. 9 – Drifts og finansieringsaktiviteter</u>	<u>s.65</u>
<u>Tabell. 10 – Oppdeling poster</u>	<u>s.66</u>
<u>Tabell. 11 – Oppdeling balanse</u>	<u>s.67</u>
<u>Tabell. 12 – Omgruppering balanse</u>	<u>s.68</u>
<u>Tabell. 13 – Egenkapitalprosent</u>	<u>s.72</u>
<u>Tabell. 14 – Rentedekningsgrad</u>	<u>s.73</u>
<u>Tabell. 15 – Driftsrentabilitet</u>	<u>s.74</u>
<u>Tabell. 16 – Syntetisk rating</u>	<u>s.75</u>
<u>Tabell. 17 – Syntetisk rating FBU</u>	<u>s.75</u>
<u>Tabell. 18 – Syntetisk rating bransje</u>	<u>s.76</u>
<u>Tabell. 19 – Ratingklasser</u>	<u>s.76</u>
<u>Tabell. 20 – Konkurssannsynlighet</u>	<u>s.81</u>
<u>Tabell. 21 –ROCE</u>	<u>s.83</u>
<u>Tabell. 22 – ROCE,RNOA,FLEV og SPREAD</u>	<u>s.85</u>
<u>Tabell. 23 – PM og ATO</u>	<u>s.86</u>
<u>Tabell. 24 – Endring RNOA FBU</u>	<u>s.89</u>
<u>Tabell. 25 – Endring RNOA Bransje</u>	<u>s.89</u>
<u>Tabell. 26 – Endring egenkapital</u>	<u>s.90</u>
<u>Tabell. 27 – Vekst i BNP</u>	<u>s.92</u>
<u>Tabell.28 – Prosentvis vekst i driftsinntekter</u>	<u>s.92</u>
<u>Tabell.29 – Vekst i driftsinntekter</u>	<u>s.92</u>

<u>Tabell.30 – ATO kinesiske eiendomsselskap</u>	<u>s.93</u>
<u>Tabell.31 – Profittmargin</u>	<u>s.94</u>
<u>Tabell.32 – Fundamental verdsettelse</u>	<u>s.95</u>
<u>Tabell.33 – Komparativ verdsettelse</u>	<u>s.98</u>
<u>Tabell. 34 – Sensitivitetsanalyse 1</u>	<u>s.99</u>
<u>Tabell. 35 – Sensitivitetsanalyse 2</u>	<u>s.100</u>
<u>Tabell. 36 – Sensitivitetsanalyse 3</u>	<u>s.101</u>

1. Fornebu Utvikling ASA og eiendomsbransjen

Fornebu Utvikling ASA

1.1 Selskapets historie

Informasjonen som blir benyttet om selskapets historie er hentet fra Fornebu Utvikling sin hjemmeside (Fornebu Utvikling ASA, 2011a)

Fornebu Utvikling ASA (heretter FBU) ble stiftet som et offentlig aksjeselskap i november 2006, under det daværende navnet Scandinavian Property Development. Stein Haugbro ble ansatt som administrerende direktør. Selskapet ble på dette tidspunkt styrt av Aberdeen Property Investors AS og målet var å bli ledende innenfor eiendomsutvikling i Skandinavia. Virksomheten startet for alvor 29.mars 2007, da selskapet kjøpte sine første datterselskaper på Fornebu. I løpet av 2007 investerte selskapet 6,5 milliarder NOK i bolig- og næringsseiendommer på Fornebu (Oslo-området) og Utviklingsprosjekter i Hinna (Stavanger) og Odense (Danmark). Disse hadde et samlet utviklingspotensial på 760700 m².

Den 19. mai 2008 terminerte selskapet sin management avtale med Aberdeen Property Investors AS og ansatte sin egen ledelse. Kaare Frydenberg ble ansatt som administrerende direktør den 20. august 2008.

Scandinavian Property Development inngikk den 6. Mars 2009 en avtale med KLP Eiendom AS vedrørende salg av to utviklingsprosjekter på Fornebu. Fornebu Senter AS og Arenda Handel AS hadde en verdi på 275 millioner NOK. Styremedlem Morten Grongstad tok den 17. mars over som ny administrerende direktør.

I juni 2009 ble det utført en vellykket styrking av konsernets finansielle posisjon gjennom to påfølgende aksjeemisjoner på tilsammen 750 millioner NOK. Det ble oppnådd enighet mellom bankene som finansierer selskapets Fornebu-prosjekt om en restrukturering av selskapets gjeld som medførte en tre års parallellutsettelse av forfallet på alle lån i juli 2009. I tillegg reforhandlet FBU avtalen med Oslo kommune vedrørende gjenværende tomteoppgjør.

1.februar 2010 endrer selskapet offisielt navn til Fornebu Utvikling ASA. FBU solgte i januar 2011 samtlige aksjer i Hinna Park (AS) for 287 millioner NOK og har nå fokus på bolig og næringsutvikling på Fornebu og Odense. Gjenstående utviklingspotensial på Fornebu er ca.

5300 boliger og ca. 70 000 m² næring, samt 110 000 – 120 000 m² utviklingspotensial i Odense. Eiendomsporteføljen er ved en ekstern taksering av DTZ Realkapital Verdivurdering AS estimert til en samlet verdi på ca. 5 milliarder NOK.

1.1.1 Selskapets virksomhet og strategi

I 2008 og 2009 bidro den negative trenden innen eiendomsutvikling og finansmarkedene i Skandinavia til en endring i selskapets strategiske fokus. Selskapet valgte å konsentrere seg om utviklingsaktivitetene på Fornebu, samt restrukturering av gjeld og innhenting av ny egenkapital. Selskapet har videre solgt flere næringseiendommer som en del av strategiskiftet, noe som har bidratt til en ytterlig styrking av konsernets finansielle stilling. I løpet av januar 2011 solgte FBU sitt utviklingsprosjekt i Hinna (Stavanger). Det er også igangsatt salgsprosesser knyttet til eiendommene i Odense (Danmark). Disse restruktureringene har som formål å gi konsernet et stabilt grunnlag samt muliggjør fokus på den omfattende boligutviklingen som finner sted på Fornebu.

1.1.2 Selskapets fokus – Fornebu - bolig

Etter strategiskiftet har konsernet konsentrert seg om nye boligprosjekter på Fornebu, der de første boligene ble lagt ut for salg i 2009. Prosjektet blir beskrevet som et av Skandinavias største og mest attraktive boligprosjekter. Utviklingsområdet har et samlet potensiale for ca. 5 300 boliger samt ca. 70 000m² næring. Utviklingsområdet Fornebu ligger noen få kilometer utenfor Oslo sentrum. På lang sikt er målet å skape en ny ”by” i området med 15 000-20 000 innbyggere og mer enn 15 000 arbeidsplasser. Selskapets målsetting er å skape et boligstrøk med moderne arkitektur som dekker ulike behov gjennom en blanding av småhus, rekkehus, villaer og boligblokker. Fornebuområdet har i følge selskapet en rekke kvaliteter, i form av nærhet til Oslo, sjø, vakker utsikt og et rikt plante og dyreliv. Området har videre mange rekreasjonsmuligheter i form av bading, turer i strandkanten og mosjon i skog og mark. Området er lett tilgjengelig med bil langs E18, samt bussforbindelser. Det langsiktige målet er å få bygd ut trikkeforbindelse til området, som et supplement til bussforbindelsen. Fornebu området er allerede svært godt utbygget mht. infrastruktur som barnehager, skoler, idrettsanlegg, parkering og flotte turstier og badeplasser.

1.1.3 Selskapets fokus – Fornebu – næring

FBU ønsker å utvikle Fornebu som en ny bydel av Oslo. Fornebuområdet vil på sikt kunne få mer en 15 000 arbeidsplasser. Planene for næringseiendomsprosjekter som skal utvikles og bygges av FBU er en stor dagligvarehandel og andre butikklokaler, kontorer, et hotell og mindre lokale sentre. Næringsområdene vil danne en viktig del av den sosiale infrastrukturen på Fornebu og tjene både nye innbyggere og befolkningen på Snarøya like ved. Området ligger like i nærheten av hovedveien og jernbanen inn til Oslo. Det forventes derfor at en betydelig del av markedsområdet vil være besøkende utenfra. Rundt 17 000 m² T-BRA av det totale næringsområdet på 17 600 m² T-BRA er avhengig av utbyggingen av hovedveien inn til Oslo (E18). I tillegg til utviklingsprosjektene eier FBU en kontorbygning på 5520 m² BTA på Fornebu.

1.1.4 Selskapets fokus – Odense

FBU undertegnet i november 2007 en avtale om kjøp av 80 prosent av et utviklingsprosjekt i Odense i Danmark. Dette prosjektet består av et samlet areal på 111 200 m², herunder 50 000 m² butikkareal, 50 200 m² kontor/utdanningslokaler og 10 000 m² boligareal.

1.1.5 Ledelse

Styret i Fornebu Utvikling ASA består av seks medlemmer (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Roar Engeland er styreleder i konsernet. De øvrige styremedlemmene er Gisele Marchand, Jan Petter Storetvedt, Martin Mæland, Hege Bømark og Morten Grongstad. Konsernets administrerende direktør er Morten Grongstad som er utdannet Siviløkonom fra Handelshøyskolen BI i Oslo. Han har tidligere jobbet som konsulent for McKinsey & Company i Oslo, hvor han har jobbet med norske selskaper innenfor ulike bransjer. Han har senere jobbet som direktør for Microsofts forretningsløsninger før han tiltrådte stillingen som administrerende direktør i Orkla Eiendom fra 2007-2009. Nedenfor vises en fremstilling av konsernstrukturen i selskapet.



Figur 1 – Konsernstruktur

Kilde: (Fornebu Utvikling ASA, 2009a)

1.1.6 Organisering og Hovedaksjonærer

Fornebu Utvikling ASA er organisert som et allment aksjeselskap og selskapet hadde per 14.02.2011 830 000 000 utestående aksjer med en pålydende verdi på 2,45 NOK. (Oslo Børs)

De ti største aksjonærene per 10. januar 2011:

Aksjeeier	Land	Antall aksjer	Andel i %
Orkla ASA	NOR	268618858	32,36
Deutsche Bank AG London	GBR	152333992	18,35
Oslo Bolig Og Sparelag (OBOS)	NOR	148591000	17,9
Canica AS	NOR	49581175	5,97
Macama Invest AS	NOR	13335594	1,61
Bank of New York Mellon SA/N\	BEL	13061676	1,57
State Street Bank And Trust CO	USA	12354980	1,49
Sabaro Investments LTD	MCO	12024600	1,45
BNP Paribas Secs Services Paris	FRA	10222000	1,23
The Northern Trust CO	GBR	8414900	1,01

Tabell.1 - Aksjonærer

Kilde: (Fornebu Utvikling ASA 2011b)

1.1.7 Aksjekursutvikling



Figur.2 – Aksjekursutvikling

Kilde: (Oslo Børs)

Figuren viser FBUs kursutvikling fra 01. november 2007 frem til 17. februar 2011. Vi ser at kursen da selskapet gikk på børs i november 2007 lå på 32 kr. Kursen har deretter hatt en lang nedtur i forbindelse med finanskrisen. Boligmarkedet i Norge hadde på dette tidspunktet høye bolig og leiepriser og dette førte til reduserte forventninger om inntjening. I løpet av 2010 har FBUs aksjekurs styrket seg med 40 prosent.

1.2 Eiendom som investeringsobjekt

Finansdepartementet klassifiserer investering i eiendom i direkte og indirekte investeringer (Finansdepartementet, 2007). En direkte investering omfatter unoterte produkter og omhandler egenkapitalinvesteringer. Ved en slik investering vil investor investere i eiendom uten at det finnes noen form for mellomledd. Avhengig av investors forretningsstrategi kan eiendommen enten videreselges, leies ut eller utvikles. Direkte investeringer krever ofte høy kapital, profesjonell forvaltning og omhandler store enhetsstørrelser (Flåøyen, 2007). Investor må da selv påta seg ansvaret for drift og vedlikehold. En indirekte investering i eiendomsmarkedet innebærer eierskap i andeler av et selskap eller et instrument som gir eksponering mot eiendomsmarkedet. Slike investeringer har blitt vanligere og mer tilgjengelige for folk flest noe som har ført til at eiendomsmarkedet har blitt mer likvid og transparent. Indirekte investeringer omfatter både noterte og unoterte produkter, og kan omhandle både egenkapital- og gjeldsinvesteringer.

Sammenlignet med andre bransjer er eiendomsbransjen svært kapitalintensiv og investeringene er ofte langsiktige (Dahl m.fl 1997). Det er derfor viktig at investeringsbeslutninger som foretas av eiendomsselskaper bygger på høy kompetanse og grundige vurderinger. Balansen i eiendomsmarkedet og det økonomiske aktivitetsnivået i samfunnet fører til at man over tid ser betydelige verdiendringer for eiendom. Eiendom regnes ofte som en gunstig aktivaklasse å investere i eller inkludere i en portefølje og i følge Flåøyen (2007), finnes det flere grunner til akkurat dette. Disse er; attraktiv risikojustert avkastning, diversifiseringsevne i forhold til andre aktivaklasser, sikring mot inflasjon og deflasjon, komponent i en markedsnøytral portefølje, evnen til å generere kontantstrøm til porteføljen og en skattemessig fordel ved eiendomsinvestering. Ettersom vår oppgave fokuserer på et investororientert perspektiv hvor det skal vurderes hvorvidt det skal foretas en indirekte investering i FBU vil det være relevant å se på disse fordelene ved aktivaklassen eiendom.

1.2.1 Risikojustert avkastning

Tabellen nedenfor er utarbeidet av Lars Flåøyen i Aberdeen Property Investors og viser tall for avkastning og standardavvik for ulike aktivagrupper. Etersom det i skrivende stund bare foreligger estimerte tall for 2010 uten utenlandske obligasjoner og aksjer har vi valgt å ta med 2008 -tallene som en sammenligning.

	1988-2009		1988-2010	
	Avkastning	Std.Dev	Avkastning	Std.Dev
Eiendom Norge	10,00 %	8,00 %	9,90 %	7,80 %
Norske Obligasjoner	7,70 %	4,70 %	7,50 %	4,70 %
Norske Aksjer	11 %	33,20 %	11,30 %	32,40 %

Tabell 2. - Historisk avkastning

Kilde:(Flåøyen, 2007) Oppdaterte tall mail¹

Som vi ser plasserer eiendom seg historisk sett over aksjer og obligasjoner når det gjelder avkastning. Når det gjelder risiko, så ligger eiendom mellom disse. Investeringer i eiendom i Norge vil hovedsakelig dreie seg om næringseiendom. En slik investering vil ha elementer fra både aksje og obligasjonsinvesteringer. Når en investor leier ut et næringsbygg på lengre sikt vil vedkommende ha en jevn kontantstrøm med leieinntekter. Disse kan da sammenlignes med kupongen på en obligasjon. Dersom eiendommen ikke leies ut eller leiekontrakten er kortvarig vil investeringen kunne sammenlignes med en aksje. Prisendringen av eiendommen kommer da av endringen i den generelle etterspørsel etter areal i markedet.

1.2.2 Diversifiseringsevne

Når en investor skal vurdere ulike investeringsalternativer må han ta hensyn til forventet avkastning og forventet volatilitet. I en portefølje av flere ulike investeringer må det tas hensyn til om risikoen kan diversifiseres bort. Investor kan redusere volatiliteten ved å kombinere ulike investeringsobjekt med negativ samvariasjon i porteføljen. Dette vil medføre en forutsigbar og sikrere avkastning.

¹ Lars Flåøyen, Head of Nordic Property Research and Strategy, 14.03.2011

Korrelasjon 1988-2010	Eiendom	Aksjer	Obligasjoner
Eiendom	1,00		
Aksjer	0,24	1,00	
Obligasjoner	-0,54	0,07	1,00

Tabell. 3 - Korrelasjon

Kilde: (Flåøyen, 2007) Oppdaterte tall mail²

I følge tabell 3 har eiendom i Norge historisk sett hatt en lav korrelasjon med aksjer og en negativ korrelasjon med Obligasjoner. Forklaringen på den lave korrelasjonen mellom eiendom og aksjer er at veksten i eiendomsmarkedet ofte kommer sent i den realøkonomiske syklus (Flåøyen, 2007). Aksjemarkedet vil på sin side diskontere forventningene om inntjening og vekst og vil dermed ofte reagere tidligere og mer intenst enn eiendomsmarkedet. Den negative korrelasjonen mellom det norske eiendomsmarkedet og obligasjoner kan forklares ved at avkastningen i eiendomsmarkedet vil være høy i en oppgangskonjunktur, mens avkastningen for obligasjoner vil reduseres som følge av høyere rente og en generell innstramming i pengepolitikken. I en nedgangskonjunktur vil avkastningen i eiendomsmarkedet reduseres som følge av et vanskeligere utleiemarked, mens obligasjonsavkastningene på sin side vil øke som følge av en lavere rente. En investor vil således kunne redusere risikoen i sin portefølje av aksjer og obligasjoner ved å inkludere eiendom, uten at dette påvirker avkastningen i negativ retning.

1.2.3 Inflasjonssikring

Leieinntektene til en eiendom inflasjonsjusteres vanligvis i henhold til konsumprisindeksen noe som fører til at leieinntekter øker ved inflasjon (Flåøyen, 2007). En eiendom med solide leietakere og lang gjenværende løpetid vil derfor være mer avhengig av realrente enn nominalrente.

² Lars Flåøyen, Head of Nordic Property Research and Strategy, 14.03.2011

1.2.4 Komponent i en markedsnøytral portefølje

For å vurdere sammenhengen mellom forventet avkastning og risiko benytter man ofte kapitalverdimodellen. En optimal investeringsportefølje blir i følge denne modellen satt sammen av markedsporteføljen samt en risikofri plassering. Markedsporteføljen inneholder de investeringsinstrumenter som er tilgjengelige for en investor, vektet med markedsverdier. I følge Flåøyen anslås det at 14 prosent av de totale globale investeringer skjer i eiendomsinvesteringer. En markedsnøytral portefølje bør derfor inkludere eiendom.

1.2.5. Jevn kontantstrøm

En eiendom som leies ut gir vanligvis en stabil og løpende kontantstrøm for en investor. Denne kontantstrømmen står for hoveddelen av avkastningen til en eiendom (Flåøyen, 2007). Avkastningen vil variere i henhold til utviklingen i leieinntekter og investorens avkastningskrav.

1.2.6 Skattemessig fordel

Eiendomsinvesteringer vurderes til ligningsverdi, noe som fører til en lavere beskatning enn ved andre investeringer. I følge Flåøyen ligger ligningsverdien på eiendomsinvesteringer rundt 70-90 prosent under omsetningsverdi. For en investor fører dette til redusert formue og lavere formueskatt.

1.3 Investering og utvikling av eiendom

For eiendomsselskaper finnes det primært tre typer aktiviteter som er med på å generere verdiskapning (Dahl m.fl 1997)

- Eiendomsforvaltning
- Eiendomsutvikling
- Kjøp/salg av eiendom

Disse aktivitetene kan i følge Dahl m.fl.(1997) beskrives på følgende måte:

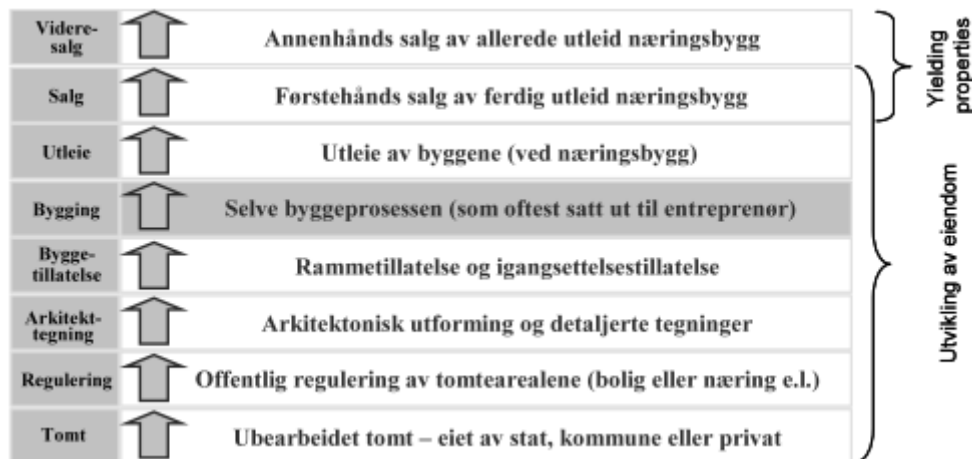
Eiendomsforvaltning går ut på å oppnå høyest mulig leieinntekter og lavest mulig drifts – og finanskostnader, samtidig som man opprettholder realverdien på eiendomsporteføljen.

Eiendomsutvikling går ut på å øke verdien på eiendommen og dermed leie/salgs-grunnlaget utover de kostnader som påløper for at denne verdiøkningen skal finne sted. Selskaper kan oppnå slik verdiøkning gjennom nybygging, ombygging eller dyktig utleie (alternativ anvendelse av lokalene)

Verdiskapning gjennom kjøp/salg av eiendom krever at man besitter kunnskap til å vurdere inntekspotensialet for eksisterende og nye eiendommer i forhold til eiendommens markedsverdi. Det er nødvendig med finansiell styrke slik at man kan foreta kjøp på gunstige tidspunkt og at man ikke blir tvunget til å selge når prisene er presset. Det viktigste ved kjøp og salg er dog ikke å kjøpe eller selge litt gunstigere enn øyeblikkets markedspris, men å ha en forståelse av de langsiktige svingningene i markedet slik at man kan kjøpe når prisene er generelt lave og selge når prisene er generelt høye. Selskap som i sin virksomhet fokuserer på kjøp og salg av eiendom foretrekker ofte høy "gearing" som gir en potensielt høyere fortjeneste men også et potensielt høyere tap. Eventuelle tap dekkes da ofte ved nye låneopptak, reduksjon av likvidreserven eller salg av eiendommer. Dersom selskapet derimot fokuserer på langsiktig eie hvor kontantstrømmen fra driften skal betjene finanskostnader og avdrag, vil det være viktig at man innehar en relativt høy likvidreserve som skal kunne dekke vedlikeholdsarbeider eller leieboertilpasninger.

1.3.1 Eiendomsutvikling og verdikjeden for eiendom

Ettersom FBU sitt foretningsfokus er på eiendomsutvikling vil vi nå illustrere prosessen for eiendomsutvikling med verdikjeden innenfor eiendom utarbeidet av Thomson (2007)



Figur.3 – Verdikjeden for eiendomsutvikling

Kilde: (Thomson 2007)

Et eiendomsselskap som fokuserer på eiendomsutvikling vil i følge Thomson (2007) ofte ta del i verdikjeden fra ubearbeidet tomt og frem til eiendommen er ferdig utleid eller solgt. Etter at den ubearbeidede tomten er kjøpt må den reguleres av det offentlige slik at den enten kan benyttes til næringsformål eller boligeiendom. Reguleringen vil ofte være en tidskrevende prosess som innebærer en viss risiko for å få regulert området etter sitt spesifikke ønske. Deretter vil man starte det arkitektoniske utformingen og planleggingen før eventuell byggetillatelse blir gitt fra myndighetenes side. Selve utbyggingsprosessen avhenger ofte av eiendomsselskapets oppbygningstruktur og byggekapasitet. Enkelte selskaper overlater hele byggeprosessen til underleverandører (Estatia Resort), noen gjør deler av jobben selv og overlater resten til underleverandører (Faktor Eiendom) og andre igjen står for alt arbeidet selv (Block Watne).

Salgs eller utleie prosessen avhenger av hvilken forretningsstrategi selskapet følger. Et selskap som opererer innenfor tradisjonell boligutvikling vil vanligvis selge boligen i førstehåndsmarkedet. Dersom selskapet har fokusert på utvikling av en næringseiendom vil

denne enten leies ut i regi av selskapet eller man finner en langsiktig leietaker for bygget og tilbyr dette til aktører som har spesialisert seg på eiendomsbesittelse (yielding properties). Eksempler på slike aktører er Storebrand og Vital, eller profesjonelle eiendomsfond som Aberdeen Property Investors.

1.3.2 FBU i verdikjeden

FBU er et selskap som i sin virksomhet har et element av både kjøp og salg av eiendommer samt eiendomsutvikling. Kjernevirksomheten til FBU er å kjøpe store eiendomsarealer for så å utvikle disse med bolig og næringseiendom som ved ferdigstillelse skal selges. Selskapet har altså et mindre fokus på jevne kontantstrømmer fra leieinntekter, men hovedinntektene kommer etterhvert som boliger ferdigstilles og blir lagt ut for salg. Store utviklingsprosjekter som det på Fornebu deles ofte inn i byggefaser som har en estimert byggeperiode på 12 til 18 måneder, avhengig av prosjektets kompleksitet og størrelse (Fornebu Utvikling ASA. 2011a). Før utbyggingen kan starte må selskapet ha en godkjent bebyggelsesplan og rammetillatelse fra myndighetene, noe som ofte kan være svært tids og ressurskrevende. Dette gjør at selskapet har store kostnader i planleggingsfasen av prosjekter og det er først i slutfasen at prosjektene genererer løpende inntekter. FBU må derfor besitte en finansiell styrke som gjør dem i stand til å beholde sine utviklingsarealer og opprettholde driften i perioder med store utviklingskostnader eller når prisene på eiendomsarealer blir presset.

FBU utfører ikke selve byggeprosessen men benytter seg av tjenester fra eksterne entreprenørselskaper og tjenesteleverandører i forbindelse med utvikling og bygging av nye prosjekter.

1.3.3 Risikofaktorer

Et selskap som driver med eiendomsutvikling vil i følge Thomson (2007) ha større risiko og høyere avkastningskrav enn et selskap som utelukkende opererer innenfor eiendomsbesittelse. En eiendomsbesitter med gode leietakere og langsiktige kontrakter vil normalt sett ha en relativt lav forretningsrisiko sammenliknet med en investor som investerer i en tomt uten reguleringer og som tar på seg både politisk risiko (reguleringsrisiko), byggerisiko

(operasjonell risiko), prisrisiko (kostnader og salg) og eventuell salg og utleierisiko (markedsrisiko).

FBU vil være eksponert for alle disse risikofaktorene. Etterspørselen etter boliger og næringslokaler påvirkes av flere ulike faktorer på både mikro- og makronivå. En markant økning i de langsiktige rentene eller endringer i andre økonomiske variabler som sluttkundene er følsomme for vil påvirke både boligpriser og etterspørsel. Selskapet benytter seg som tidligere nevnt av eksterne aktører ved bygging av nye prosjekter og vil derfor være utsatt for byggerisiko og eventuelle prisendringer hos entreprenør. Videre vil selskapet være eksponert for politisk risiko i form av endringer i, eller fullføring av, reguleringsplaner fra myndighetenes side. Slike reguleringer kan ha betydelig effekt på utviklingspotensialet til FBU og interessen hos potensielle kjøpere. Politisk risiko vil også innebære myndighetenes planlegging og tilrettelegging for infrastruktur i de områder hvor selskapet utfører sine prosjekter. Begrensninger i f.eks. biltrafikk eller kollektiv transport vil kunne påvirke tillatte volumer i årlig boligbygging og dermed føre til økte kostnader for selskapet. FBU er i tillegg til dette eksponert overfor renterisiko, likviditetsrisiko og finansiell risiko knyttet til eventuelle brudd på bestemmelser i låneavtaler, samt valutarisiko knyttet til virksomheten i Danmark.

2. Valg av verdsettelsesteknikk

Målet med verdsettelse av et selskap, er å finne et estimat av dets egenkapital. Et estimat som videre benyttes for å finne, hva vi mener, er den virkelige verdien av selskapets aksjer. En slik verdi vil kunne være relevant ved kjøp og salg av selskap, kredittvurderinger eller ved fusjon/fisjon (Dahl m.fl. 1997). Ifølge Penman (2010) finnes det tre typer verdsettelsesteknikker som supplerer hverandre. Disse tre er; fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse.

Felles for disse teknikkene er at hovedmålet er å finne verdiskapningen i selskapet. I følge Palepu m.fl (2007) kan disse verdsettelsesteknikkene benyttes sammen for å få ulike referansepunkter på selskapets verdi. Valg av teknikk vil avhenge av flere faktorer, som vi vil diskutere senere i kapitlet når vi går gjennom valg av verdsettelsesteknikk for FBU.

2.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en verdivurdering som er basert på analyser av underliggende eller fundamentale forhold hvor målet er å finne selskapets underliggende verdi (Penman 2010). Dette gjøres ved at man først gjennomfører en strategisk analyse av selskapet hvor en ser på eksterne og interne forhold og deretter en analyse av regnskapet. Med utgangspunkt i dette utarbeider man et fremtidsregnskap for å få et bilde over den fremtidige økonomiske situasjonen til selskapet.

Fremtidsregnskapet er basert på den utviklingen i driftsinntektene og resultatmarginene som forventes. Deretter benytter man resultatene fra fremtidsregnskapet for å finne verdien på selskapets egenkapital. Dette kan gjøres ved hjelp av to metoder, man kan enten verdsette egenkapitalen direkte ved å benytte seg av egenkapitalmetoden, eller indirekte ved bruk av totalkapitalmetoden. Felles for disse metodene er at de er tidkrevende og kostbare å utføre da det er mye informasjon som skal analyseres.

Dersom man benytter egenkapitalmetoden, verdsetter man selskapet ved å diskontere egenkapital-kontantstrømmen mht avkastningskravet for selskapets egenkapital (Koller m.fl 2005). Slik vil man kunne finne en verdi på investorenes krav fra den driftsrelaterte kontantstrømmen. Dette kan i følge Penman (2010) gjøres ved hjelp av fire modeller. Disse er; utbyttmodellen, fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Utbyttmodellen verdsetter selskapets egenkapital direkte ved å diskontere nåverdien av fremtidig utbytte. Fri kontantstrøm modellen verdsetter selskapets egenkapital som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapital. Superprofittmodellen verdsetter selskapets egenkapital som dagens balanseførte verdi av egenkapital pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital. Superprofittvekst modellen verdsetter selskapets egenkapital på bakgrunn av den kapitaliserte verdien av nettoresultat pluss nåverdi av superprofittvekst. Ved konsistent bruk vil alle modellene gi samme verdiesestimater.

Totalkapitalmetoden er en indirekte verdsettelses metode som utføres ved at man finner egenkapitalen i selskapet som nåverdien av totalkapitalen. Deretter trekker man fra gjeld og minoritetsinteresser. I følge Penman (2010) kan dette gjøres ved hjelp av driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetode. Ved konsistent bruk vil disse gi samme verdiesestimater som egenkapitalmetoden.

2.1.1 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse er i følge Damodaran (2002) en enklere verdivurdering som baserer seg på sammenlikning av aksjeverdien på tilsvarende selskap eller eiendeler. Man kan dele denne typen verdsettelse inn i en direkte eller indirekte metode. Den direkte komparative verdsettelsen går ut på å bruke en multiplikator metode som verdsetter selskapet ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap. Ved indirekte komparativ verdsettelse

benyttes substansverdimetoden som verdsetter selskapet ved at eiendeler og gjeld sammenlignes med komparative selskaps eiendeler og gjeld.

Komparativ verdsettelse blir ofte brukt ettersom den er mindre arbeidskrevende. En utfordring knyttet til metoden er at resultatet ofte avhengig er av hvilken multiplikator som benyttes, noe som gir verdsetter en viss grad av frihet til å påvirke verdiestimatet. Verdiestimatet vil også kunne påvirkes av den generelle stemningen i aksjemarkedet. En optimistisk stemning i markedet vil kunne gi en for høy verdi, mens man vil observere det motsatte ved dersom stemningen er pessimistisk.

2.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Målet med en opsjonsbasert verdsettelse er i følge Damodaran (2002) å finne nåverdien av fleksibilitet. Med fleksibilitet menes en opsjon som er knyttet til drift eller finansiering. Slike opsjoner kan dreie seg om selskapets muligheter for utviding av produksjon, salg av patenter eller terminering av drift i deler av virksomheten. Verdivurderingen utføres ved hjelp av ulike metoder for opsjonsprising. Den opsjonsbaserte verdsettelsen blir ofte benyttet som en supplerings til den fundamentale verdsettelsen og det totale verdiestimatet fremkommer av det fundamentale verdiestimatet pluss nåverdien av fleksibilitet.

2.2 Valg av verdsettelsesmetode

Ved valg av verdsettelsesteknikk må man ta hensyn til flere ulike faktorer ved selskapet som skal verdsettes. I følge Knivsflå (2009) vil de viktigste faktorene være hvilken bransje selskapet opererer i, selskapets livssyklus og om det legges til grunn fortsatt drift eller avikling av virksomhet. Vi vil nå vurdere de ulike verdsettelsesteknikkene i forhold til FBU sin virksomhet for så å kunne velge riktig teknikk.

Komparativ verdsettelsesteknikk passer godt for nyoppstartede selskap som har kort driftshistorie og dermed lav tilgang på fundamental informasjon. I oppstartsfasen er det ikke uvanlig at et selskap har lave inntekter og negative resultat. Regnskapstallene kan i slike tilfeller ha store målefeil grunnet direkte kostnadsføring av immaterielle investeringer. Komparativ verdsettelse benyttes derfor også for selskap i en ung bransje. Dersom et selskap har planlagt å avvikle drift eller står i fare for konkurs vil man kunne benytte indirekte komparativ verdsettelse gjennom substansverdimetoden.

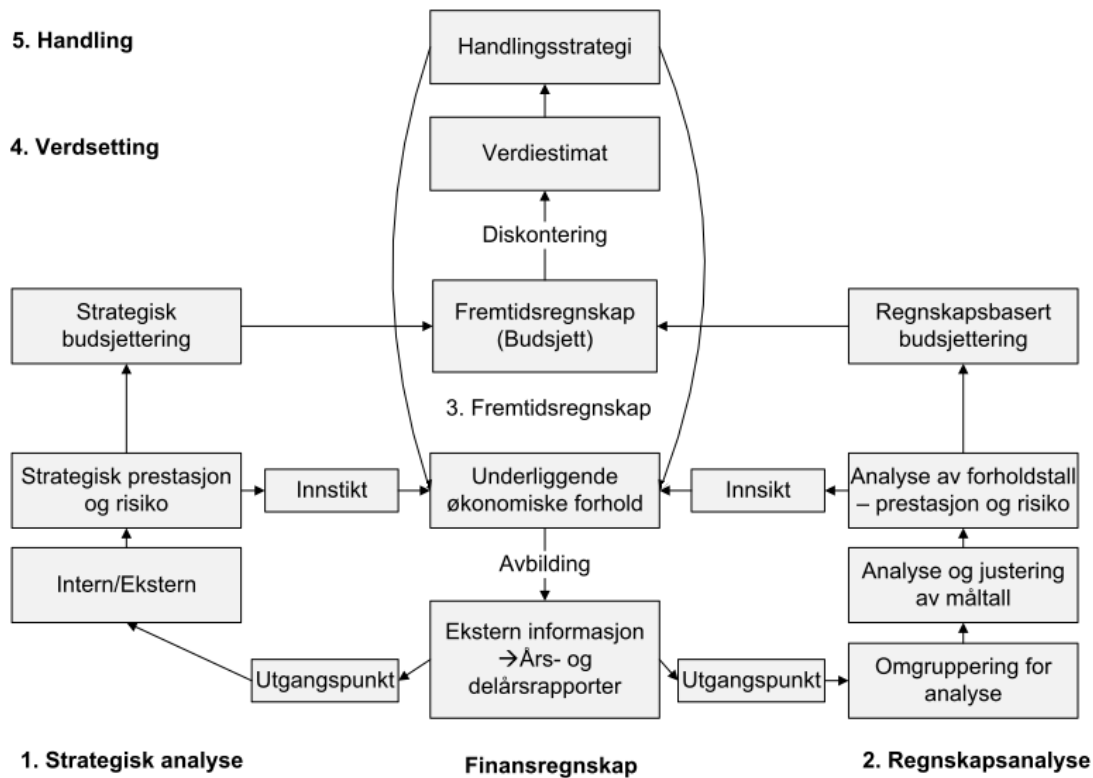
Fundamental verdsettelsesteknikk foretrekkes når selskapet er modent og har en relativt lang driftshistorie og dermed god tilgang på fundamental informasjon som regnskapstall for mange år. Det

vil i slike tilfellet også være aktuelt å supplere med komparativ eller opsjonsbasert verdsettelse. Fundamental verdsettelse vil også kunne benyttes på selskap som viser tilbakegang.

Fornebu Utvikling ASA ble etablert i 2006 og er således et relativt ungt selskap som befinner seg tidlig i livssyklusen. Selskapet har investert i store eiendomsarealer som skal utvikles med bolig og næringseiendom for salg. En slik foretningsstrategi vil innebære store kostnader i oppstartsperioden før driften begynner å generere positive kontantstrømmer. Denne strategien er også årsaken til at selskapet kan vise til negative driftsresultat i løpet av de fire regnskapsårene hvor selskapet har eksistert. Det finnes likevel mye tilgjengelig informasjon om selskapet, markedet og bransjen, og vi vil derfor benytte oss av den fundamentale verdsettelsesteknikken som utgangspunkt for verdivurderingen. For å predikere fremtiden vil vi benytte offentlig tilgjengelig informasjon som selskapets historiske årregnskap sammen med bransjens regnskapstall i tillegg til informasjon om det norske eiendomsmarkedet. I tillegg til den fundamentale verdsettelsesmodellen ønsker vi å supplere med en komparativ verdsettelse, basert på multiplikatormodellen. Som tidligere nevnt er dette en modell som passer godt for nyoppstartede selskap, med tilhørende negative driftsresultat.

2.2.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Vi benytter oss av rammeverket for fundamental verdsettelse som består av fem steg (Knivsfå, 2009)



Figur.4 – Rammeverk fundamental verdsettelse

Kilde: (Knivsfå, 2009)

1. Strategisk analyse

En strategisk analyse er en kvalitativ analyseteknikk som bidrar til å skape innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold og prestasjoner i forhold til bransjen det opererer i. På denne måten vil man kunne predikere fremtidige prestasjoner og vurdere om selskapet vil evne å skape meravkastning utover det som er forventet av selskapet eller bransjen.

2. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse er en kvantitativ analyseteknikk som tar utgangspunkt i års- og delårsrapporter. Hensikten er å skape en underliggende innsikt i selskapets økonomiske forhold. Dette gjøres ved å omgruppere regnskap for å få et investororientert utgangspunkt,

samt analysering og justering av målefeil for å få et korrekt bilde av selskapets økonomiske forhold. Videre foretar man en forholdstallsanalyse for å se på selskapets lønnsomhet og risiko i forhold til bransje.

3. Fremtidsregnskap

Selskapets fremtidsregnskap utarbeides på bakgrunn av de to foregående analysene. Her vil man i tillegg utarbeide et avkastningskrav for selskapet.

4. Fundamental verdsetting

Den fundamentale verdsettingen går ut på å verdsette selskapets egenkapital gjennom å neddiskontere estimerte fremtidige kontantstrømmer fra fremtidsregnskapet med hensyn på avkastningskravet. Her vil man også måtte ta stilling til hvilken av de fire modellene man ønsker å benytte. For å estimere FBUs alminnelige egenkapital vil vi benytte den driftsrelaterte superprofittmodellen. Denne verdsetter selskapets egenkapital som dagens balanseførte verdi av egenkapital pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital.

5. Handlingsstrategi

Etter at man har kommet frem til en verdivurdering av selskapet vil man sammenligne dette med markedsverdien på Oslo børs. Handlingsstrategien som velges avhenger av om aksjen er over- eller underpriset.

2.3 Superprofittmodellen

Den driftsrelaterte superprofittmodellen kan utledes på følgende måte (Penman, 2010):

$$ReOI_t = \text{Netto driftsresultat}_t - \text{avkastningskrav til total kapital} * NOA_{t-1}$$

Hvor driftsrelatert superprofitt fremkommer av differansen mellom netto driftsresultat og avkastningskravet til total kapital multiplisert med inngående verdi av driftsrelaterte eiendeler. Ved å beregne superprofitten finner man den ekstra avkastning som selskapet sitter igjen med utover avkastningskravet. Verdien av netto driftsrelaterte eiendeler blir da:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{(1+WACC)} + \frac{ReOI_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{ReOI_T}{(1+WACC)^T} + \frac{ReOI_{T+1}}{(WACC-g)}$$

Hvor formelen viser at selskapets verdi med fokus på superprofitt er lik dagens verdi av netto driftsrelaterte eiendeler pluss nåverdi av fremtidig superprofitt. Det siste leddet i formelen

viser den forventede verdien av superprofitt etter budsjett horisonten. På dette tidspunktet vil selskapet være i en stabil vekst, også kalt steady state (Penman, 2010).

Verdien på selskapets egenkapital finnes ved $V_0^{EK} = V_0^{NOA} - V_0^{NFO}$ (Penman, 2010).

Hvor egenkapitalen fremkommer av netto driftsrelaterte eiendeler fratrukket netto finansielle forpliktelser. Vi antar at den bokførte verdien på netto finansielle forpliktelser tilsvarer markedsverdien og kan dermed formulere verdien på egenkapital på denne måten:

$$V_0^{EK} = EK_0 + \frac{ReOI_1}{(1 + WACC)} + \frac{ReOI_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{ReOI_T}{(1 + WACC)^T} + \frac{ReOI_{T+1}}{(WACC - g)}$$

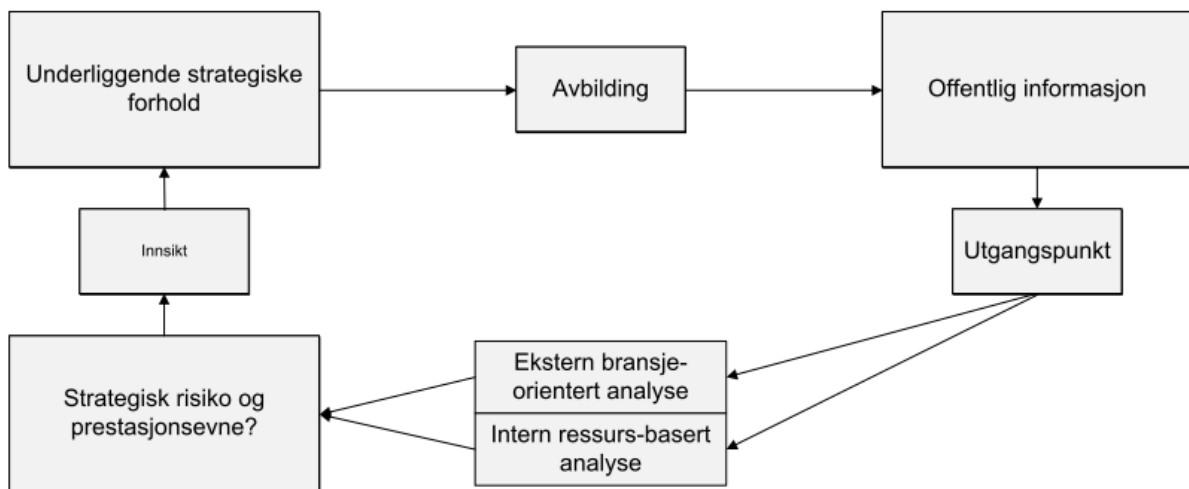
Det er altså denne modellen vi ønsker å benytte ved verdsettelsen av FBU.

3. Strategisk analyse

Første steg i den fundamentale verdsettelsen vil som vist i rammeverket i forrige kapittel være den strategiske analysen av selskapets interne og eksterne forhold. Hensikten med denne analysen er å finne underliggende økonomiske forhold, noe som er en nødvendighet for å lage mest mulig eksakte prognoser og for å få et bedre innblikk i selskapets utvikling.

Den strategisk analyse har som hensikt å finne ut om FBU har varige konkurransefortrinn i forhold til andre aktører i markedet, samt hvorvidt de innehar særskilt eller vanskelig imiterbar kompetanse. Ved hjelp av en ekstern og intern analyse, ønsker vi å danne et helhetlig bilde av FBU, slik at vi kan vurdere bedriftens strategiske posisjon.

Denne strategiske analysen vil være grunnlaget for regnskapsanalysen, prognoser og den endelige verdsettelsen. Vi vil benytte rammeverket for strategisk analyse utarbeidet av Knivsflå (2009)



Figur.5 – Rammeverk strategisk analyse

Kilde: (Knivsflå, 2009)

3.1 Strategisk analyse av interne faktorer

I følge Roos m.fl. (2010), kreves det en oversikt over en bedrifts strategiske kapasitet for å kunne ta strategiske beslutninger. Dette kan en få ved hjelp av å analysere balansen mellom selskapets ressurser og aktiviteter, samt vurdere kvalitet og kvantitet i vesentlige områder for selskapet.

Edith Penrose skrev i 1959 ”The theory of the growth of the firm”. Her påstod hun at tradisjonell økonomisk teori (tilbud og etterspørsel) ikke var tilstrekkelig for å fullt ut forklare hva som hemmer en bedrifts vekst. Videre tar Penrose utgangspunkt i en bedrifts interne ressurser for å forklare utvikling og vekst. Selskapets hovedoppgave, som også genererer vekst, vil være å benytte interne og eksterne ressurser, på en så lønnsom måte som mulig.

En bedrifts immaterielle ressurser har i senere tid blitt mer sentrale i den interne analysen. (Roos m.fl. 2010)

3.2 Ressursbasert perspektiv

”At the heart of the resource-based approach is the idea that organizations possess unique bundles of assets and that ‘ownership’ of these bundles of assets, together with the use of the business is able to make of them, determines the difference in performance between one organization and another in the same sector” (Salaman & Asch, 2003 s.70).

I følge ressursbasert teori kan ulike resultater hos bedrifter forklares ut i fra deres interne potensial, hvor en bedrift sees på som en portefølje av ressurser. En fremgangsrik bedrift vil med andre ord ha verdifulle strategiske ressurser, noe som gir bedriften et konkurransefortrinn. Dersom bedriften tar i bruk disse ressursene på en optimal måte vil den også lykkes i fremtiden. Det ressursbaserte perspektivet legger mer vekt på de interne ressursene til en bedrift, enn på bedriftens omgivelser når en avgjør hvordan bedriften bør posisjonere seg. Tanken er at hver bedrift må ta utgangspunkt i egne ressurser for å finne sine særskilte konkurransefortrinn. (Roos m.fl. 2010) (Salaman & Asch, 2003)

En bedrifts ressurser kan i følge Barney (2002) deles inn i fire hovedkategorier: finansielle, fysiske, menneskelige og organisasjonsmessige. VRIO-analysen er et rammeverk som er laget for å analysere disse ressursene.

- Value – Er de verdifulle?
- Rarity – Er de sjeldne?
- Imitability – Er de vanskelige for konkurrentene å imitere?
- Organization – Er bedriften organisert slik at den utnytter de ovenfor nevnte ressurser?

Svaret på disse spørsmålene avgjør om en ressurs kan regnes som en del av bedriftens kjernekompetanse. Ved hjelp av en modell utarbeidet av Barney og Clark (2007), som vist nedenfor, vil vi avslutningsvis presentere funnene fra VRIO analysen.

Is a resource or capability . . .					
Valuable?	Rare?	Costly to imitate?	Exploited by organization?	Competitive implications	Economic performance
No	—	—	No	Competitive disadvantage	Below normal
Yes	No	—	↑ ↓	Competitive parity	Normal
Yes	Yes	No		Temporary competitive advantage	Above normal
Yes	Yes	Yes	Yes	Sustained competitive advantage	Above normal

Figur.6 - VRIO

Kilde: (Barney & Clark 2007)

3.2.1 Fysiske ressurser

FBU's kjernevirksomhet er eiendomsutvikling. Den fysiske ressursen som betyr mest for FBU vil også være deres gjenstående utviklingsarealer som i september 2010 var på 630 000 m² hvorav ca. 400 000 m² er på Fornebu. Mesteparten av dette utviklingsarealet er planlagt benyttet til boliger mens resten er tenkt til næringsvirksomhet. En del av deres nye strategi vil dog være å selge alt av næringseiendommer for å bli et rent boligselskap innen utgangen av

2011. Inntektene til FBU vil i all hovedsak komme fra salg av ferdig- eller delvis ferdigstilte eiendommer (Fornebu Utvikling ASA 2009a). Disse eiendommene og deres geografiske plassering vil være en svært viktig ressurs for FBU. Siden 2007 har FBUs eiendommer hatt en negativ verdiutvikling grunnet uroligheter i markedet, men dette har nå endret seg og i 2010 var denne utviklingen snudd.

I følge Econ Nye Boliger (Aftenposten) er det i første kvartal 2011 en trend hvor dyre boliger lokalisert langs Oslofjorden stadig blir mer attraktive, noe som kanskje kan forklare denne utviklingen.

Design og miljøbevisste løsninger i deres prosjekter vil muligens gi FBU en fordel kontra eksisterende eller rimeligere løsninger, men vil uansett være lett imiterbare for andre aktører.

Det faktum at de i løpet av 2010 solgte 210 enheter, at de forventer å selge 360 boliger i 2011 samt at de har endret strategi til å bli et boligselskap med fokus på utviklingen av Fornebu med et bredere utvalg boliger enn tidligere, (Budstikka) viser til at selskapet er organisert med hensyn til å utnytte fysiske ressurser best mulig. Vi mener at den geografiske plasseringen av FBUs eiendommer kan gi selskapet et konkurransefortrinn som vil være til de har ferdigutviklet Fornebu.

3.2.2 Menneskelige ressurser

Den viktigste menneskelige ressursen til et selskap som FBU vil være de som sitter i ledelsen og styret. Dette da FBU i all hovedsak er et administrativt selskap hvor avgjørelsen fattes sentralt.

Sykefraværet har de siste årene ligget på rundt 2.5 prosent av samlet arbeidstid i konsernet i følge FBUs årsrapport fra 2009. Videre nevnes det også at det ikke har vært noen alvorlige arbeidsrelaterte ulykker. Rapporten sier at arbeidsmiljøet anses å være godt og at det gjennomføres forbedringstiltak som sosiale sammenkomster og opplæring (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Da denne påstanden ikke underbygges med en undersøkelse eller noe lignende, har vi valgt å ikke legge for mye vekt på dette punktet.

FBU er en relativt ung aktør i markedet, og så sent som i 2009 skiftet de ut ledelsen. Dette kan tyde på mangel av kontinuitet, men en ny ledelse vil også kunne gi nye innspill og tanker til et selskap. Dette gjenspeiles muligens i deres endring av strategi som nevnt tidligere.

Ledelsen til FBU består av dyktige medarbeidere med lang og variert erfaring. Det er vanskelig for oss å si i hvilken grad dette kan være et konkurransefortrinn for FBU da det er dyktige mennesker som styrer de andre aktørene i markedet også.

3.2.3 Organisasjonsmessig ressurs

Frem til 18. mai 2008, da avtalen ble terminert, var konsernet ledet og styrt av Aberdeen Property Investors AS. Det var her satt opp en ledergruppe og en organisasjon som forvaltet FBUs eiendeler. FBU hadde på dette tidspunktet ingen ansatte, og det var Aberdeen Property Investors AS som tok seg av alt fra generell administrasjon til evaluering av investeringsobjekter. Da avtalen ble terminert i 2008, ble de fleste som hadde arbeidet med FBU overført til FBU ASA. Selv om det nylig har vært endringer i organiseringen av FBU, vil det være kontinuitet blant de ansatte som har jobbet med FBU i Aberdeen Property Investors tidligere (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Vi kan ikke se at organiseringen av FBU vil gi dem en konkurransemessig fordel, men grunnet erfaring og kunnskap overført fra Aberdeen Property mener vi at de er i konkurransemessig paritet med markedet.

3.2.4 Finansielle ressurser

Egenkapitalen til FBU er ifølge balansen (Fornebu Utvikling ASA, 2010 Q4) den 31.12.2010 på 2232 millioner NOK. Den langsiktige gjelden var på 2672 millioner mens den kortsiktige gjelden var på 589,9 millioner NOK. Summen av konsernets gjeld og egenkapital var da NOK 5864 millioner. Dette gir en egenkapitalandel på 38 prosent noe som nærmer seg Truls Holthes påstand (Dahl m.fl. 1997) om at et eiendomsselskap må ha minimum 40 prosent i reell egenkapitalandel. Denne egenkapitalandelen gjør at selskapet evner å tåle tap i perioder med nedgangstider. FBU har også per 31.12.2010, ubenyttede byggelånsrammer på 288 millioner kroner.

Ifølge resultatregnskapet for 2010, hadde selskapet et årsresultat på -135 millioner NOK. Sammenligner vi dette med årsresultatet fra 2009, er dette fortsatt negativt men allikevel en økning på 491 millioner NOK. FBUs strategiendring i 2009 (Fornebu Utvikling ASA, 2009a) medførte en restrukturering av gjeld og innhenting av ny egenkapital for å sikre en mer robust

og langsiktig kapitalstruktur i konsernet. Restruktureringen skulle gi konsernet et stabilt grunnlag og muliggjøre fokus på den omfattende boligutviklingen på Fornebu.

Driftsinntektene til FBU i 2010, (Fornebu Utvikling ASA, 2010 Q4) skriver seg i all hovedsak fra vederlag ved salg av tomter, næringsseiendom og offentlige områder samt salg av fullførte leiligheter. Det ordinære resultatet per 31.12.2010 var på -103 millioner NOK. Tapet skyldes nedskrivninger av eiendomsverdier, nedskrivning av balanseførte utviklingskostnader knyttet til problemprosjekter og tap på salg av eiendom. Disse tapene skriver seg fra de svake markedsforholdene etter finanskrisen, men i løpet av året 2009 stabiliserte markedet seg og konsernet kunne reversere noen av de tidligere nedskrivningene. Verdireduksjonen resulterte i en netto nedskrivning av tomteverdier og goodwill på 232 millioner kroner.

FBU's finansielle situasjon har opplevd en positiv trend, noe vi kommer nærmere inn på i regnskapsanalysen, men per dags dato kan vi ikke se at dette er en konkurransemessig ressurs for selskapet. De virker dog bra organisert med tanke på å innhente nødvendig kapital, og selskapet har økonomisk robuste eiere.

Nedenfor har vi oppsummert funnene fra våre analyser av de forskjellige ressursene FBU besitter, og satt dem inn i en modell basert på den utviklet av Barney (2002)

Ressurs	Valuable?	Rare?	Costly to imitate?	Exploited by organization?	Competitive implications
Fysisk	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel
Menneskelig	Ja	Nei			Konkurransemessig paritet
Organisasjonsmessig	Ja	Nei			Konkurransemessig paritet
Finansiell	Nei				Konkurransemessig svakhet

Figur. 7 – Oppsummering VRIO.

Kilde: (Barney 2002)

3.3 Kritikk av VRIO

Ved utarbeidelse av en slik strategisk analyse vil det være viktig for den som gjennomfører analysen å huske på følgende begrensinger ved VRIO analysen (Barney 2002):

- **Innflytelse fra ledelsen.**

Rammeverket tar ikke tilstrekkelig hensyn til lederes begrensede mulighet for å produsere varige konkurransefortrinn. Dersom det er knyttet lave kostnader fra ledelsens side for å produsere ressurser som gir konkurransefortrinn, så er det lite sannsynlig at disse vil være varige konkurransefortrinn.

- **Endrede omgivelser**

Det kan forekomme uforutsette endringer i selskapets omgivelser som kan føre til at det ikke vil være mulig å beholde et konkurransefortrinn, selv om ressursen i utgangspunktet var sett på som et varig konkurransefortrinn.

- **Tilgjengelig informasjon**

Da rammeverket er basert på en bedrifts interne ressurser, kan det være vanskelig å innhente nøyaktig og korrekt informasjon da informasjonen om konkurransefortrinn er et konkurransefortrinn i seg selv som ikke resten av markedet besitter. Det kan også være vanskelig å holde seg nøytral ved utførelsen av analysen.

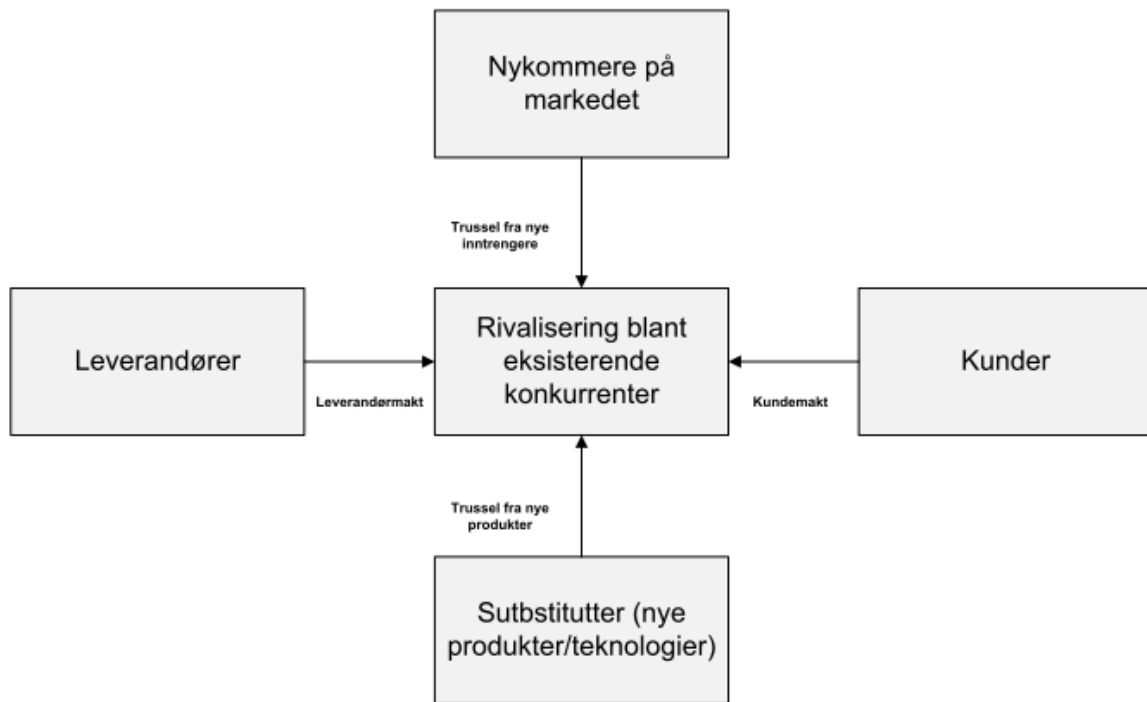
3.4 Ekstern analyse

For å analysere FBUs eksterne omgivelser har vi valgt å benytte oss av Porters konkurransemodell for å analysere selskapets omgivelser på et bransjenivå, samt en PESTLE-analyse for å bedre redegjøre for makroøkonomiske forhold.

Michael Porter definerte i 1980 i boka "Competitive Strategy" at det er fem grunnleggende konkurransekrefter som bestemmer konkurransetilstanden i en gitt bransje. Disse fem faktorene kan hjelpe med å få en innsikt i dynamikken til markedet, samt finne en optimal konkurransestrategi for en bedrift. Kraftene Michael Porter mente påvirker en bransje er: nykommere på markedet, eksisterende konkurrenter, press fra substitutter, kundenes forhandlingsposisjon og leverandørenes forhandlingsposisjon (Roos m.fl. 2010). Disse

påvirker alle konkurransen i bransjen, og det vil være viktig for FBU å forholde seg til samtlige ved utvikling av strategi. FBUs posisjonering vil være bestemt av hvilken eller hvilke faktorer som er sterkest i bransjen

Nedenfor vises en modell av kreftene som påvirker konkurransen i en bransje og sammenhengen mellom disse.



Figur. 8 – Porters “Five Forces”

Kilde: (Roos m.fl. 2010)

3.4.1 Nye aktører

En nyetablering i en bransje vil som regel føre til ny kapasitet og et ønske om å få markedsandeler fra etablerte aktører. Dette vil kreve stor innsats og bruk av kostbare ressurser for nyetablerer. Videre vil dette i mange tilfeller føre til reduserte priser eller høyere kostnader grunnet en tøffere konkurransesituasjon. En tøffere konkurransesituasjon vil redusere lønnsomheten til etablerte aktører i bransjen (Roos m.fl. 2010).

Trusselbildet for de etablerte aktørene vil avgjøres i stor grad basert på hvilke etableringshindre bransjen innehar, samt bransjens evne til å reagere på nye aktører.

Dersom bransjen har høye etableringshindre og / eller er i stand til å komme med kraftige reaksjoner, så vil etableringstrusselen være liten, noe som igjen vil føre til at eksisterende aktører vil kunne øke lønnsomheten.

Det finnes syv årsaker til etableringshindringer (Roos m.fl. 2010):

- **Stordriftsfordeler.** Vil være til stede dersom et produkts eller tjenestes enhetskostnader synker ved et økt produksjonsvolum. Stordriftsfordeler vil tvinge en ny aktør til å enten starte stort eller godta høyere kostnader enn etablerte aktører. Grunnet økt bruk av internett i senere tid har stordriftsfordeler i enkelte bransjer blitt et mindre viktig etableringshinder.
- **Produktdifferensiering.** Etablerte aktører har ofte innarbeidet sine merker i markedet og har over tid opparbeidet seg lojale kunder. Ved hjelp av produktets kvaliteter og selskapets kommunikasjon med kundene i markedet har de klart å etablere et hinder for nye aktører. En ny aktør må bruke mye ressurser for å utligne denne fordelene. Dette hinderet vil ofte være svært kostbart for nye aktører å fjerne grunnet høy risiko tilknyttet oppbygning av merkevarenavn, en slik investering vil man få lite eller ingenting igjen for om man må trekke seg ut fra markedet. Selskaper som opererer på internett vil her ofte oppleve et lavere hinder da det er vanskeligere å beskytte en internettjeneste.
- **Kapitalbehov.** Ved en nyetablering vil det kreves kapital. I bransjer hvor det kreves mye kapital, og hvor det er knyttet høy risiko til avkastning vil behovet for kapital være et stort etableringshinder.
- **Byttekostnader.** En byttekostnad er en kostnad en kunde vil oppleve ved bytte av leverandør. Eksempler på byttekostnader kan være kostnader ved opplæring av personell ved skifte av et datasystem samt tilleggsutstyr og support endringen vil medføre. En høy byttekostnad vil kreve at produktet / tjenesten en ny aktør tilbyr vil måtte være mye bedre enn hva bedriften hadde fra før.

- **Adgang til distribusjonskanaler.** Dersom markedet kjennetegnes av få distribusjonskanaler, eller alle er opptatt, vil en ny aktør måtte overtale eksisterende distributører til å distribuere deres produkter.
- **Kostnadsulemper som er uavhengig av størrelsesfaktor.** Kostnadsfordeler en eksisterende aktør har som ikke er avhengig av størrelse. Dette kan være patent på produksjonsteknologi eller lokalisering i forhold til aktuelt segment. Kostnadene i enkelte bransjer vil også gå ned etter hvert en bedrift får erfaring med å produsere et produkt eller tilby en tjeneste.
- **Myndighetenes politikk.** Det offentlige kan gå inn og begrense nye aktører å starte opp i enkelte bransjer. Myndighetene kan gjøre dette ved hjelp av konsesjoner, begrensinger ved eierskap eller ved å legge miljøhensyn til grunn for å redusere antall aktører.

De mest aktuelle barrierene for en ny aktør i eiendomsmarkedet mener vi vil være behovet for kapital, stordriftsfordeler og offentlige reguleringer.

Under finanskrisen merket flere aktører at det var vanskeligere å oppdrive kapital til nye prosjekter. Dette grunnet usikkerhet i markedet og lavere boligpriser. Det skal dog nevnes at tilgang til kapital for nye prosjekter i Norge ikke var like vanskelig å innhente som i andre land, eksempelvis USA. Den siste tiden har denne trenden snudd, og med økte boligpriser samt at bankene igjen er villige til å låne kapital til nybygg, vil vi se en økning av nye prosjekter. (Akershus Eiendom)

Dersom en ny aktør skal inn i markedet og konkurrere med eksisterende store aktører, vil de mest sannsynlig ikke klare å forhandle frem like gode avtaler (Peiser & Frej, 2005). FBU har fremforhandlet gode avtaler med underleverandører da størrelsen på deres utviklingsprosjekter (da særlig på Fornebu) vil gi dem en bedre forhandlingsposisjon enn hva ville være tilfellet om det var snakk om et lite prosjekt. Administrasjonskostnadene til underleverandørene vil også være lavere om de kun trenger å forholde seg til få selskaper. En ny aktør har valget mellom og enten satse stort fra starten, eller godta at andre aktører vil klare å fremforhandle bedre avtaler enn dem.

Eiendom er en begrenset ressurs, og det vil ikke være evig med arealer som vil være like attraktive for eiendomsutvikling. Lokalitet bestemmer mye av verdien og lønnsomheten ved å utvikle et område. En annen faktor som gjør det enda vanskeligere for en ny aktør om de ønsker å starte opp, er at det kun åpnes for bygging av boliger og næringseiendom et fåtall plasser avhengig av befolkningens demografiske sammensetning, økonomiske forhold, livsstils preferanser og boligstørrelse. Områdereguleringen er det i Norge kommunene som står for og er nedfelt i lov § 12–2 (2008):

Områderegulering brukes av kommunen der det er krav om slik plan i kommuneplanens arealdel, eller kommunen finner at det er behov for å gi mer detaljerte områdevisse avklaringer av arealbruken Områderegulering utarbeides av kommunen. Kommunen kan likevel overlate til andre myndigheter og private å utarbeide forslag til områderegulering.

Infrastrukturen på Fornebu utbygges i sin helhet av Statsbygg, i dette legges arbeid med utbygging av grøntområder, offentlige veier og teknisk infrastruktur.

I Osloregionen beregnes det at det vil åpnes for nybygg av rundt 3400 boliger hvert år frem til 2025. (Oslo kommune).

Som nevnt opplevde mange nye aktører i flere bransjer at det var vanskeligere å anskaffe nødvendig kapital i etterkant av finanskrisen, men i det siste har dette snudd, og det er igjen optimisme å spore. Dette fører til at selv om det kreves mye kapital for å starte innen eiendomsutvikling, så kan det diskuteres hvorvidt dette er en vesentlig barriere. Det vil også mest sannsynlig åpnes flere andre aktuelle områder for bruk til næring og bolig i områdene FBU utvikler, så det er et grunnlag for at andre aktører kan ønske å etablere seg. Det at FBU sitter med så store arealer i så attraktive områder, vil uansett bidra til å minske trusselen på dette punktet.

3.4.2 Etablerte aktører

De etablerte bedriftene i en bransje vil forsøke posisjonere seg best mulig i forhold til sine konkurrenter. Dette vil de gjøre ved hjelp av priskonkurrans, produktlanseringer, annonser, bedre kundeservice og forbedrede garantier. Dersom rivaliseringen i bransjen er intens, gjerne i form av priskonkurrans, vil bransjen ofte bli ustabil og lønnsomheten vil reduseres.

Graden av konkurranse er et resultat av at en rekke strukturelle faktorer griper inn i hverandre (Roos m.fl. 2010) :

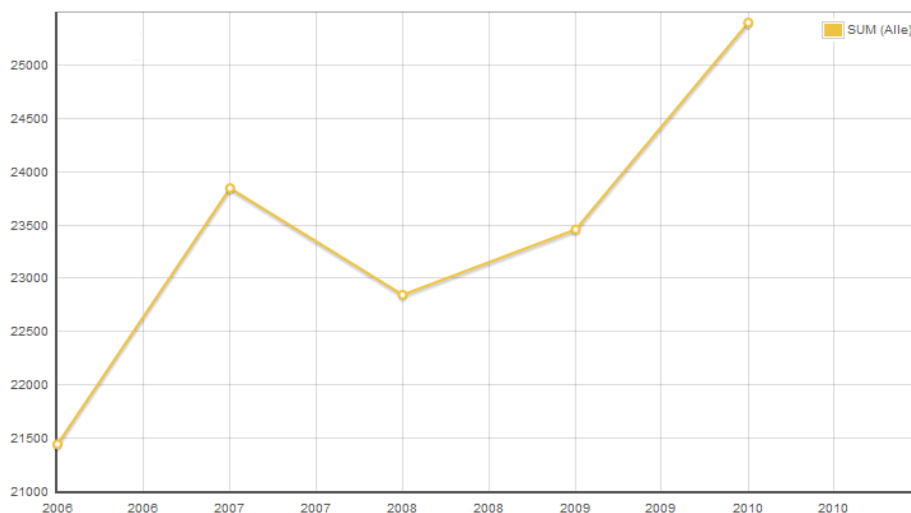
- **Høyt antall konkurrenter eller forholdet mellom konkurrentene er i likevekt.**
Dersom en bransje har mange likeverdige aktører vil det være stor sannsynlighet for at enkelte går sine egne veier. Dette kan føre til ustabilitet da de andre aktørene evner å svare. Samme situasjon kan man få i markeder hvor man har få aktører som er like store. Er det en eller flere bransjeledere i et marked vil ikke slike situasjoner oppstå like enkelt.
- **Lav bransjevekst.** Ved lav vekst i bransjen vil aktørene slåss om markedsandeler. Dette fører til ustabilitet i forhold til et marked i vekst hvor alle kan nyte godt av veksten, om man holder sin posisjon overfor konkurrentene.
- **Høye faste kostnader eller lagerkostnader.** Aktørene i bransjen vil bli tvunget til å benytte seg av deres produksjonskapasitet for å få lavest mulig enhetskostnader. Dette kan igjen føre til overproduksjon som vil redusere prisene og bedriftens lønnsomhet.
- **Stor strategisk satsing.** I en situasjon hvor flere bedrifter satser stort i et marked, vil konkurransen i markedet øke. En bedrift kan ønske å satse i et marked av strategiske grunner. Dette kan føre til situasjoner hvor en bedrift er villig til å oppleve tap i en startfase, som videre vil føre til et ustabilt marked.
- **Høye avviklingshindringer.** Disse kan betraktes som høye av flere årsaker:

Driftsmidlene er tilpasset bransjen og realiseringsverdien for disse vil være lave. Høye avviklingskostnader grunnet avtaler som allerede er inngått. Ledelsen kan også ha følelsesmessige hindringer som kan føre til at korrekte økonomiske beslutninger ikke blir gjennomført. Dette kan være følelsen av å være knyttet til en bransje samt lojalitet ovenfor ansatte. Om bransjen har høye avviklingshindre vil den ofte preges av overkapasitet. Grunnen til dette er at tapende aktører ikke vil trekke seg ut grunnet avviklingskostnadene. Faren i en slik situasjon er at tapende aktører kan foreta drastiske konkurransetiltak som vil redusere bransjens lønnsomhet.

Eiendomsbransjen kjennetegnes av at det er mange aktører, hvor et fåtall er store og et flertall er mindre aktører. Mange eiendomsutviklere og mange nye prosjekter fører til at lønnsomheten blir presset ned i bransjen, selv om tilbydere av eiendom vil ha en sterk forhandlingsposisjon ved attraktive eiendommer. De store etablerte aktørene i bransjen vil i all hovedsak være bedre rustet til å tåle nedgangstider grunnet oppbygd kapital som gir dem mulighet til å investere i stedet for å selge i slike perioder, samt at de vil ha lavere faste kostnader.

Det er relativt lave avviklingshindringer innen bransjen. Eiendom er generelt sett lett å videreselge, og man vil historisk sett få tilbake det meste fra sine investeringer. Det vil derfor ikke være noen åpenbar fare at en tapende aktør vil ty til drastiske konkurransetiltak. I all hovedsak vil en eiendoms lokalisering være den avgjørende faktor for hvilken pris tilbyder kan få, og vi kan her ikke se at FBU vil oppleve noen trussel fra eksisterende konkurrenter.

Som nevnt tidligere er eiendomsbransjen underlagt kommunale føringer som til en viss grad vil hindre at det startes for mange nye prosjekter i et område. FBU trues derfor ikke i særlig grad av eksisterende aktører som kan satse stort i områdene de opererer i. Det kan allikevel forekomme uforutsette endringer som kan skape ubalanse i markedet. Nedenfor kan du se påvirkningen finanskrisen hadde på eiendomsmarkedet i Norge. Grafen viser boligprisutviklingen i Norge før og etter finanskrisen inntraff.



Figur. 9 – Boligprisutvikling Norge

Kilde: (NEF 2011)

3.4.3 Press fra substitutter

Dersom et produkt eller en tjeneste dekker samme funksjon og behov som det bransjen tilbyr, vil dette være et substitutt. I en bransje hvor det eksisterer mange substitutter vil dette bidra til å redusere lønnsomheten. Det er ikke alltid like lett å identifisere et substitutt, og det kan ofte være et produkt fra en helt annen bransje enn den bedriften opererer i.

Det vil være viktig å nøye analysere eventuelle substitutter for å utarbeide en optimal strategi som tar hensyn til dem eller som prøver å stenge dem ute. Det vil være en større fare tilknyttet substitutter dersom det er lave byttekostnader i bransjen.

Per dags dato kan vi ikke se en reell trussel fra substitutter til dagens boligmarked. Det er ikke noe som tyder på at nordmenn skulle ønske alternative løsninger enn hva FBU og markedet generelt tilbyr i dag. Eventuelle substitutter som eksisterer og som er aktuelle andre steder i verden, er mobile hjem (husvogner) og husbåter. I USA bodde rundt 9 millioner i mobile hjem i 2009, og trenden er at dette blir et stadig mer populært valg (Highbeam Business). Etter finanskrisen valgte flere å satse på rimelige boløsninger, og her har mobile hjem klart å finne et marked. Vi mener at det er for store kulturelle og økonomiske forskjeller mellom Norge og USA til at dette vil være aktuelt her i nærmeste fremtid. Klima vil også være en viktig faktor her. Det finnes per dags dato også en forening for personer som har valgt å bo i båt. Denne arbeider for deres rettigheter og for at det skal gjøres enklere for dem å velge denne boenheten. (Båtboer). Selv om vi har en lang båttradisjon og en lang kyst i Norge, kan vi ikke se at dette vil være mer enn et marginalt nisjemarked.

3.4.4 Kundernes forhandlingsposisjon.

Dersom kundene i en bransje har en sterk forhandlingsposisjon i forhold til leverandør vil de utøve denne makten ved å prøve å presse ned prisene, kreve bedre kvalitet og bedre service. Dette vil selvsagt redusere lønnsomheten i bransjen og vil være en vesentlig faktor for en bedrift

Forhandlingsposisjonen vil være stor dersom (Roos m.fl. 2010):

- Konsentrert kundegruppe eller en kundegruppe som kjøper i store kvantum.
- Produktet er en vesentlig del av kundens totale kostnader.

- Standardiserte eller udifferensierte produkter.
- Vertikal integrasjon
- Produktet har liten påvirkning på kundens videre varer eller tjenester.
- Kunden har full tilgang til all informasjon.

I senere tid har FBU solgt store arealer til andre aktører i markedet. Dette ble gjort i sammenheng med endring av strategi, men også grunnet behov for ny kapital (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Her vil det være realistisk å anta at kundene hadde en sterk forhandlingsposisjon, da de kjøpte store arealer samlet, og FBU hadde behov for kapital.

FBU's vanlige drift består dog av salg av mindre enheter, og da vil situasjonen være en annen.

Eiendomsmarkedet har i dag blitt et svært åpent marked, hvor svært mye informasjon er tilgjengelig for kundene via diverse artikler i aviser samt rapporter som inneholder blant annet gjennomsnittlig omløpshastighet og pris m² for forskjellige områder. Dette vil gi kunden tilgang til nødvendig informasjon, og gjøre han / henne bedre rustet til å vurdere hva produktene til FBU er verdt. Det er betydelige kostnader tilknyttet kjøp av ny bolig og salg av gammel bolig. Og kunde vil kun velge å flytte dersom:

Nåverdi (boligtjenester fra ny bolig) - Nåverdi (boligtjenester fra eksisterende bolig) > Flytte og transaksjonskostnader (DiPasquale & Wheaton, 1996). Her vil også vakansraten, som beskriver tiden det tar å selge en bolig, samt risiko ved å få solgt bolig telle inn.

Hvilken forhandlingsmakt kunden sitter med i dette markedet avhenger av lokalisering og samfunnets finansielle tilstand. I nedgangstider da færre vil etterspørre nye eksklusive boliger, vil kunden sitte med et sterkt forhandlingskort da utvikler taper stort på og ikke få solgt enheter og på å la dem stå tomme. Det samme vil også være tilfellet dersom en har valgt å utvikle et område som ikke er populært.

I dagens samfunn, og for FBU's vedkommende velger vi å anta at kundens forhandlingsposisjon har blitt svekket den siste tiden. FBU har opplevd en veldig pågang, noe som best kan beskrives med adm. Direktør i Fornebu Utvikling, Morten Grongstads, egne ord: -" Folk har virkelig fått opp øynene for Fornebu som boligområde. Interessen for boligene som vi har lagt ut for salg etter nyttår har vært helt enorm." (Fornebu Utvikling ASA Salgsrapport 2011). Det skal her nevnes at slike utsagn skal tas med en klype salt, da Morten Grongstad ikke kan sies å være en nøytral kilde.

3.4.5 Leverandørenes forhandlingsposisjon

I bransjer hvor leverandørene har en sterk forhandlingsposisjon, kan de utøve denne makten ved å komme med trusler om økte priser, dårligere kvalitet eller lengre leveringstider og lavere kvantum. Dersom aktørene i bransjen ikke kan øke sine egne priser i tilsvarende grad, vil dette bidra til redusert lønnsomhet i bransjen.

Ifølge Michael Porter (Roos m.fl. 2011) vil leverandørene ha en stor forhandlingsmakt i følgende tilfeller:

- Få og store leverandører leverer til en bransje med mange mindre aktører.
- Produktene leverandøren leverer har ingen likeverdige
- Produktene leverandøren tilbyr er viktige for bedriftene i bransjen.
- Bransjen er ikke en prioritert kunde for leverandøren. De selger mer til andre bransjer, disse vil bli prioritert fremfor denne bransjen.
- Produktene leverandøren tilbyr er differensierte eller det vil kreves store byttekostnader å bytte leverandør.
- Vertikal integrasjon.

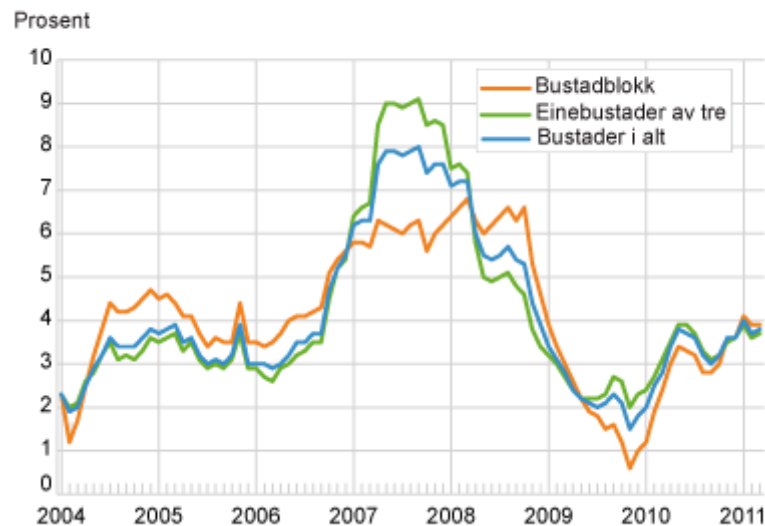
I senere tid har det blitt hevdet (Roos m.fl. 2010) at grunnet internett så har leverandørenes forhandlingsposisjon blitt svekket.

Eiendomsutviklernes leverandører vil være alt fra arkitekter til rørleggere. Felles for samtlige leverandører er at det er mange som tilbyr disse tjenestene, konkurransen dem i mellom er høy og de er alle svært utsatt for konjunkturedringer. Som vist i grafen nedenfor er deres forhandlingsposisjon relatert med endringer i markedet, da kostnadene ved boligbygging synker i etterkant av finanskrisen. Det vil derfor være viktig for leverandørene å inngå langsiktige samarbeidsavtaler med utbyggere. FBU har en slik langsiktig avtale med Selmer ASA (Skanska Norge AS), som gir dem en rett og plikt til å utføre alt byggearbeid på Fornebu dersom de er i stand til å utføre byggingen til markedsvilkår (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Denne bindende avtalen vil minimere risikoen til FBU, men muligens vil byggekostnadene

være litt høyere i nedgangsperioder enn hva de ellers kunne fremforhandlet.

Forhandlingsposisjonen til leverandørene avhenger av hvor mange nybygg som startes, og de neste årene vil de trolig igjen få en sterkere forhandlingsposisjon (Akershus Eiendom).

Byggekostnadsindeks for bustader. Prosentvis endring fra samme månaden året før



Figur. 10 – Byggekostnadsindeks

Kilde: (SSB 2011)

Grafen viser en korrelasjon mellom aktivitet i nybygg / salg av boliger og byggekostnader. En kan se at etter finanskrisen rammet Norge, gikk byggekostnadene ned samtidig som vi vet at prisnivået på boliger gikk ned og det ble startet færre nye prosjekter. Denne korrelasjonen vil gi eiendomsutbyggere en viss reduksjon i risiko, da reduserte priser også vil føre til reduserte byggekostnader.

3.5 PESTLE analyse

Fornebu Utvikling er eksponert mot ulike risikofaktorer. De viktigste er: operasjonell risiko, markedsrisiko samt finansrisiko og likviditetsrisiko. (Fornebu Utvikling ASA, 2009a). Porters rammeverk tar ikke i tilstrekkelig grad hensyn til de samfunnsøkonomiske forhold da den kan oppleves som litt statisk, så vi har derfor valgt å se nærmere på disse ved hjelp av en PESTLE analyse. Vi har valgt å benytte oss av denne videreutviklingen av PEST analysen da det her

blir enklere å ta hensyn til miljømessige faktorer. PESTLE er en forkortelse for: "Political, Economic, Social, Technological, Environmental og Legal". PESTLE analysen er et nyttig rammeverk for å få en forståelse av samfunnet FBU opererer og befinner seg i. Forståelse av samfunnet kan føre til redusert påvirkning av eksterne trusler samt en økt utnyttelse av potensielle muligheter (Roos m.fl. 2010)

P	Politiske faktorer	Stabilitet, skattepolitikk, handelsreguleringer og tariffavtaler
E	Økonomiske faktorer	Konjunkturer, valutautviklinger, inflasjon, styringsrenten, lønnsnivå, arbeidsledighet og bokostnader
S	Sosiologiske faktorer	Trender, befolkningsvekst, utdanningsnivå, HMS, alder
T	Teknologiske faktorer	Forbedrede byggemetoder, infrastruktur, endrede salgs- og kjøpskanaler.
L	Juridiske faktorer	Nasjonal og lokal lovgiving eiendom, internasjonal lovgiving eiendom, regnskapslovgivning og forbrukerpolitikk
E	Miljømessige faktorer	Forurensing og miljømessige trender

Figur.11 – PESTLE

Kilde: (Roos m.fl 2010)

Vi har kun valgt å se nærmere på enkelte elementer i PESTLE analysen, da flere er beskrevet i Porters fem krefter modell, eller er av liten betydning for FBU.

3.5.1 Politiske faktorer vil være reguleringer og lover som kan påvirke FBUs drift. Et politisk skifte kan føre til nye retningslinjer for aktører i bransjen, og er noe FBU må være oppmerksomme på.

Markedet FBU opererer i, (Norge og Danmark) er regnet som en stabil politisk region. Det er derfor lite som tyder på at det vil forekomme store uforutsette endringer fra statlig hold som vil påvirke FBUs drift. Et punkt som kan endre bransjen er forandring i måten bolig beskattes. I 2010 budsjettet for Norge, ble det vedtatt at sekundærboliger vil verdsettes til 40 prosent av

omsetningsverdi, samt at regjeringen går inn for ”..nye og mer rettferdige verdsettingsregler for bolig” ”..kompromiss mellom hensynet til rettferdig fordeling og ønsket om en moderat formuesbeskatning av folks hjem” (Finansdepartementet, 2009)

Selv om en har endret beskatningen av boliger i Norge, mener leder i Norges Eiendomsmeidlerforbund, Christian Dreyer, at: ” *Jeg tror justeringene er gjort på en slik måte at mange ikke vil merke noen vesentlig forskjell*” (Byggeindustrien). Heller ikke Huseiernes Landsforbund tror dette vil redusere boligprisene da der er relativt små endringer, men advarer om at det nye systemet gjør det enklere å øke skattegrunnlaget i fremtidige statsbudsjetter (Byggeindustrien).

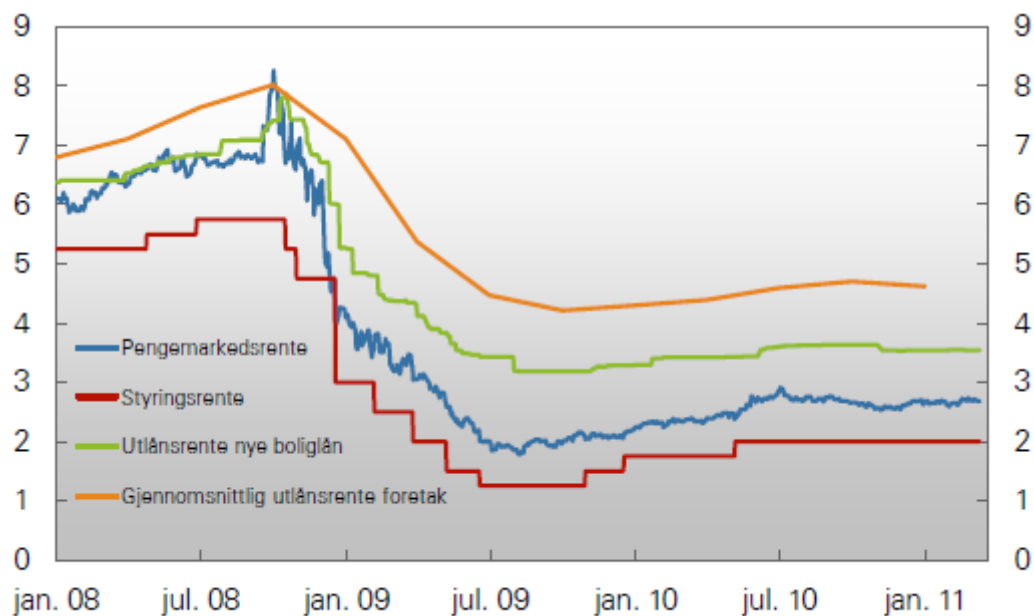
Endringer i offentlige tariffavtaler vil også kunne påvirke prisnivået på boliger da økt kjøpekraft fører til økt forbruk og økt boliggetterspørsel.

3.5.2 Økonomiske faktorer er svært sentrale for eiendomsbransjen da endringer på styringsrenten, lønnsnivået, sysselsettingen og bokostnader vil kunne ha store påvirkninger for FBUs drift. Etter finanskrisen, som hadde sitt utspring i det amerikanske boligmarkedet i 2007, opplevde man den kraftigste nedgangen i verdensøkonomien siden depresjonen på 1930-tallet (Bloomberg). 19. juni 2009 oppnevnte stortinget et utvalg som skulle utrede finanskrisen. I rapporten, som ble offentliggjort 25. januar 2011, går utvalget nøye gjennom hvordan finanskrisen rammet Norge, virkninger på regjeringens tiltak, samt hvordan Norge er rustet foran neste lavkonjunktur. Rapporten konkluderer med at finanskrisen har medført store økonomiske konsekvenser og at det har vært et dramatisk fall i produksjon og sysselsetting (NOU 2011:1). Videre nevnes det også at kostbare støttetiltak til finanssektoren, lavere skattenivå og andre tiltak for å dempe effekten av finanskrisen har ført til en betydelig svekking av flere lands statsfinanser. Utviklingen fremover vil avgjøre de totale kostnadene knyttet til krisen, etter hvorvidt de kostbare tiltakene viser seg å være effektive eller ikke. Man kunne i 2009 igjen se en positiv utvikling, men denne har gått saktere enn forventet av mange grunnet store finansielle problemer i blant annet eurosonen.

Det konkluderes videre at Norge var et av landene som ble minst påvirket av krisen, selv om flere banker hadde akutte likviditetsproblemer. En finanspolitisk støttepakke på 20mrd kroner sammen med at Norges Bank satte ned styringsrenten til 1.25 prosent skulle hindre en bankkrise i Norge, samt redusere innstramming av deres utlånstilbud. Da norske

husholdninger generelt sett har høy gjeld (i stor grad grunnet egen bolig) i forhold til inntekt sammenliknet med andre land, og ettersom rundt 90 prosent av boliglånene i Norge er lån med flytende rente, ga en endring i styringsrenten raske og effektive utslag i deres økonomi. Utvalget mener derfor at etterspørselsvirkningene av den ekspansive pengepolitikken trolig var større i Norge enn i andre land.

Nedenfor vises styringsrentens påvirkning på utlånsrenten, som igjen da direkte påvirker norske husholdningers kjøpekraft.



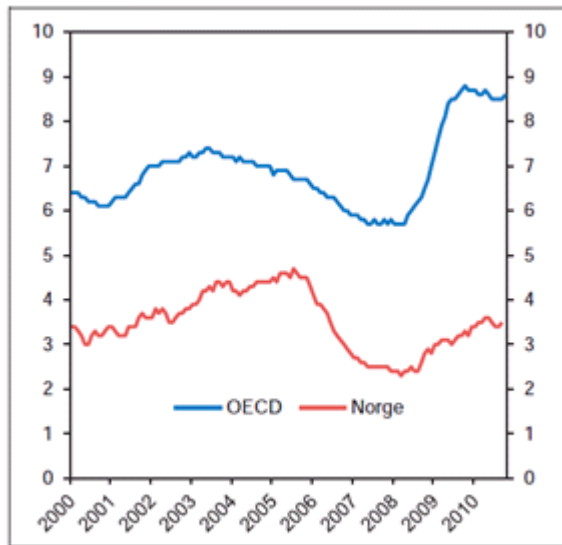
Figur. 12 - Styringsrenten

Kilde: (hentet fra NOU 2011:1)

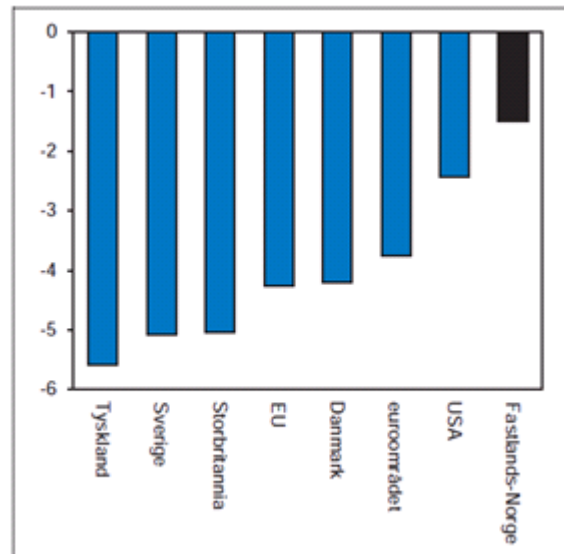
Uroen i finansmarkedene førte til flere ledige boliger, en lengre omløpstid samt et markant fall i prisene. I desember 2008 var prisene rundt 12 prosent lavere enn før krisen i juni 2007. Utvalget peker på den lave renten, og effekten denne hadde på norske husholdningers økonomi, som en viktig faktor til at boligprisene tok seg opp igjen og at prisetallet i et internasjonalt perspektiv var begrenset.

Fra toppen i 2008, frem til sysselsettingen ble stabilisert høsten 2009, ble sysselsettingen redusert med 35 000 personer. Dette gir en reduksjon på 1,5 prosent i Norge. I Danmark opplevde man i samme periode en reduksjon på 2,75 prosent. Grafene nedenfor viser

utviklingen i arbeidsledigheten i Norge kontra OECD landene samt vekst / reduksjon av BNP hos Norge og andre relevante økonomier fra 2008 til 2009.



Figur. 13 - Arbeidsledighet



Figur. 14 - Volumvekst BNP fra 2008 til 2009

Kilde: (hentet fra NOU 2011:1)

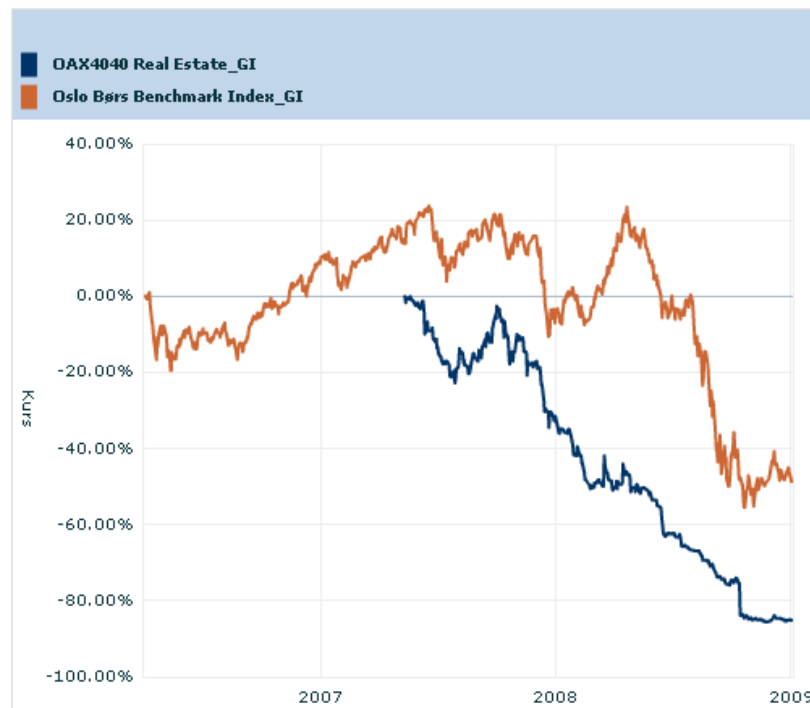
I Norges Banks Pengepolitiske rapport (Norges Bank rapportserie 1-2011) går man inn for en årsvekst på 2.5 prosent i konsumprisene. En viktig faktor for å klare dette er setting av styringsrenten, som forble uendret på 2 prosent etter forrige rentemøte 16. mars 2011. I rapporten meldes det om at renten skal opp mot rundt 5 prosent de neste årene.

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene melder om en gjennomsnittlig årslønnsvekst for ansatte i organiserte virksomheter og i det offentlige på rundt 3,75 prosent fra 2009 til 2010 (Arbeidsdepartementet). Denne veksten forventes å stige til 4 prosent i løpet av 2011. Grunnen til denne økningen er økt aktivitet i den norske økonomien og at arbeidsledigheten er lav. Det forventes at høy arbeidsinnvandring samt at lønnsveksten blant Norges handelspartnere er lav vil dempe den norske lønnsveksten. Eiendomsprisene i Norge forventes å øke med 6,8 prosent i år, 6,3 prosent i 2012, 6,5 prosent i 2013 og 5,8 prosent i 2014 (Akershus Eiendom).

Selv om økt konsum, økt BNP og høyere sysselsetting kan tyde på at man er på vei ut fra det verste i denne omgang, er det fremdeles grunn til å være forsiktig. Tall fra det amerikanske boligmarkedet kan bety at finanskrisen vil se ut som en W i stedet for en V. Eller som David

M. Blitzer, leder av Standard and Poor's indeksarbeid sier: "The double-dip is almost here".(S&P, 2010). David M. Blitzer baserer utsagnet på svakheten i det amerikanske boligmarkedet. Dette synspunktet forandret seg ikke i senere rapporter, hvor han sier at selv om økonomien er på vei oppover, så går eiendomsmarkedet videre nedover (S&P, 2011).

Finanskrisen rammet FBU, i likhet med resten av eiendomsbransjen, relativt hardt i norsk sammenheng grunnet redusert boligsalg og nedskrivning av verdi på eiendommer FBU besitter. Eiendomsbransjen var blant bransjene som merket finanskrisen hardest, dette henger nok sammen med finanskrisens utspring, at bankene var mer restriktive i sin utlånspolitikk og at folk flest var mer avventende til å foreta store investeringer. Dette vises i grafen nedenfor hvor eiendomsindeksen på Oslo Børs opplevde en større nedgang enn OSEBX.



Figur.15 – Eiendomsindeks

Kilde: (Oslo børs)

På den annen side har eiendomsbransjen hatt en større vekst det siste året, noe som sammenfaller med FBUs aksjeutvikling i forhold til OSEBX.



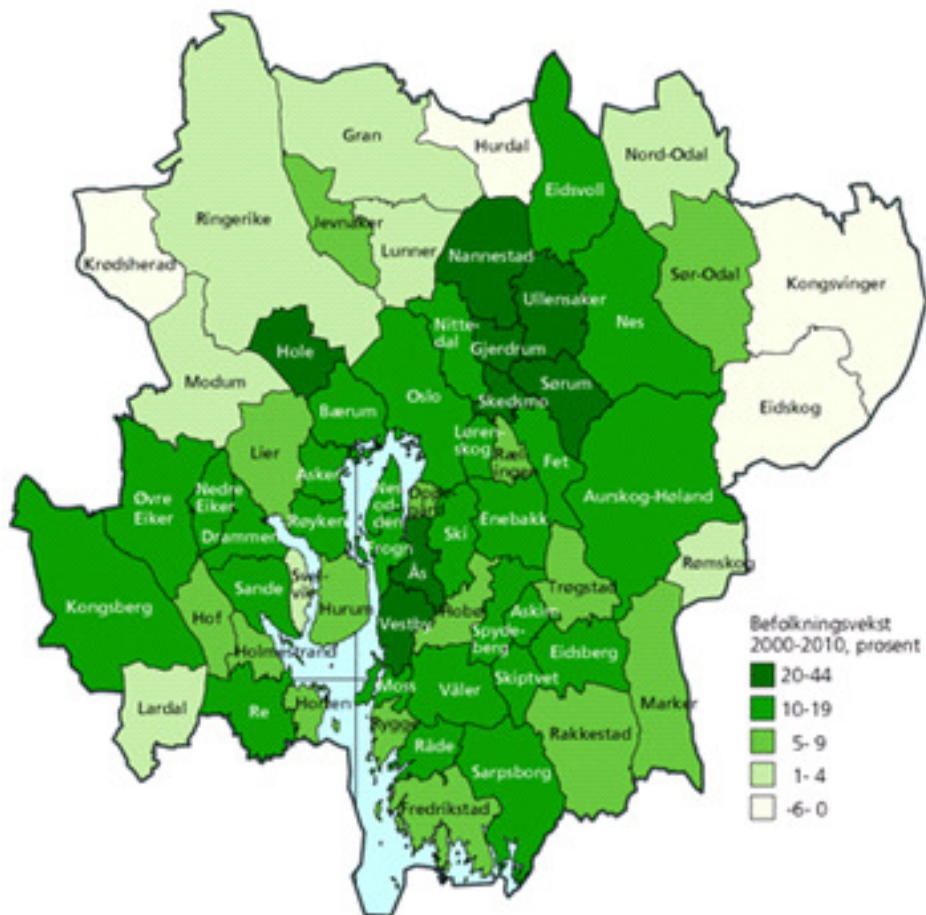
Figur. 16 –FBU vs OSEBX

Kilde: (Oslo børs)

Dette kan tyde på at FBU er svært utsatt for makroøkonomiske faktorer, og det vil være viktig for ledelsen å være klar over dette og prøve å redusere effekten disse endringene har på driften. Per dags dato har konsernet renteswapkontrakter og en sikringsgrad på 50,7 prosent som skaper en kortsiktig realøkonomisk forutsigbarhet i rentebetalingene. FBU har også sikret seg mot prisrisiko ved å ikke selge enheter før endelig utbyggingskontrakt er underskrevet. Da FBU har eiendommer i Danmark vil de også være utsatt for valutarisiko, men som en hovedregel har FBU ikke valgt å valutasikre denne egenkapitaleksponering.

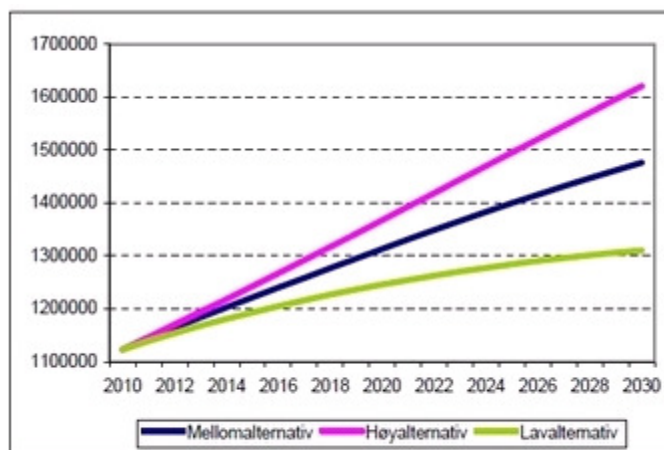
3.5.3 Sosiologiske faktorer:

Oslo-region bestod i 2010 av 35 prosent av Norges befolkning, og vokste med 197 000 fra 2000 til 2010 som var over 50 prosent av den norske befolkningsveksten i denne perioden. I følge Statistisk sentralbyrås befolkningsframskrivninger, er det ikke noe som tyder på at denne utviklingen vil forandres. Befolkningsveksten i dette området begrunnes med tilflytting fra andre steder i Norge, samt innvandring. Undersøkelser viser at innvandrere helst bor i bystrøk, noe som er en faktor som kan bidra med å forklare regionens vekst. (SSB 2010) Nedenfor vises prosentvis befolkningsvekst i Oslo-regionen fra 2000 til 2010, samt en prognose for videre vekst frem mot 2030.



Figur. 17 – Befolkningsvekst prosent

Kilde: (SSB 2010)



Framskrevet samlet folkemengde i Akershus og Oslo 2011-2030

Figur. 18 – Befolkningsprognoser

Kilde: (Akershus Fylkeskommune)

Oslo-regionen har i likhet med resten av landet en økende andel eldre. Frem mot 2030 vil befolkningsgruppen over 67 år øke med hele 87 prosent. Regionen hadde i 2009 om lag 44 prosent med høyere utdanning. Dette er hele 16 prosentpoeng over landsgjennomsnittet (SSB 2009).

Det viser seg at de som bosetter seg utenfor bykjernen har andre preferanser enn de som bosetter seg i bykjernen. I følge Hjorthol og Lian (2004) er trygge omgivelser for barna, mindre trafikk og større bolig de viktigste faktorene for gruppen som kan tenke seg å bosette seg på Fornebu. For mange i denne gruppen har det de siste årene vært mest aktuelt å bosette seg i rimelige usentrale boliger, men som nevnt tidligere er trenden i 2011 at dyre boliger nær sjøen med høy kvalitet selger best.

Økt befolkning i Oslo-regionen vil, slik vi ser det, være utelukkende positivt for FBU. Større behov for nye boliger vil føre til økte priser på produktene FBU tilbyr. Vi mener også at nye boliger i naturskjønne omgivelser vil være attraktive for småbarnsfamilier og den raskt voksende gruppen av eldre. Trenden for tiden er at nye boliger langs sjøen selger best, dette indikerer også at FBU ligger godt an, og at de ikke vil få store problemer med å få solgt nye enheter på Fornebu.

3.5.4 Teknologiske faktorer: Vegtrafikken har siden 1970 økt med over 200 prosent mens befolkningen har økt med 30 prosent. Stor trafikk setter store krav til veibygging og annen infrastruktur ved bygging av nye boligområder. Gode pendlemuligheter men også skjerming fra trafikk nevnes som viktige faktorer for beboere utenfor bysentre. Det stilles også krav om tilgjengelighet til rekreasjonsarealer og turterrenger. Det vil her være vesentlig at det er nok parkområder, fordelt over hele området, da undersøkelser viser at parker som er lenger enn 10 minutter fra boligen ikke vil bli benyttet av halve befolkningen (Hjorthol & Lian, 2004).

Per dags dato er ansvaret for kollektivtransporten i Norge delt mellom stat, fylkeskommune og kommune. Staten har i all hovedsak konsentrert seg om jernbane- og riksveiutbygging, mens fylkeskommunene og kommunene har hatt ansvaret for trikk og t-bane. Arbeiderpartiet vedtok under årets landsmøte at ”For å møte den sterke veksten i transportterspørsel rundt de større byområdene må derfor staten i større grad bidra til drift og investering i kollektivtrafikk. Dagens rammetilskudd til fylkeskommunene og belønningsordningen er ikke tilstrekkelig” (Arbeiderpartiet).

Grunnet økt befolkningsvekst i Oslo-regionen vil det med andre ord bli satset mer på kollektivtrafikktilbudet.

Et godt utbygd kollektivtilbud og gode veier for pendling til og fra Oslo mener vi er en vesentlig faktor for å få folk til å bosette seg på Fornebu. Mye tyder på at det vil komme gode løsninger, men til dette er vedtatt og ferdigstilt, vil dette kunne telle negativt for potensielle boligkjøpere som vurderer Fornebu som bosted.

3.5.5 Miljømessige faktorer:

Da hovedområdet FBU utvikler tidligere har vært en internasjonal flyplass, er det ventet at det vil være en viss forurensing i bakken. Det ble før igangsetting foretatt over 5000 prøver av bakken samt utført en nøye opprydning av de forskjellige avfallsgiftene driften av en flyplass fører med seg. Områdene som er påbegynt og ferdigstilt er alle godkjent, og det skal ikke være noen fare å bo her. Økt fokus på slike avfallsstoffer, eller nye funn kan dog føre til redusert boligpris eller dyre opprydningsarbeider. (Fornebu Utvikling ASA 2009a)

17. september 2010 ble Norwegian Green Building Council stiftet (NGBC). NGBC består av et sekstitalt ledende aktører i bygg- og eiendomsbransjen, og de skal sertifisere bygg som har benyttet miljøvennlige materialer, har et godt inneklima og et lavt utslipp av miljøskadelige stoffer. Sertifiseringen skal foregå etter den britiske BREEAM standarden (Building Research Establishment Environmental Assessment Method). Hensikten er å belønne de som aktivt går inn for miljøvennlige løsninger.

I det siste har en ny trend innen boligbygging gjort seg gjeldende, såkalte "passivhus". Et passivhus, eller et lavenergihus, er et hus som er velisolert, praktisk talt lufttett og som primært skal varmes av solvarme, av diverse elektriske apparater inne i bygget (som for eksempel TV) og fra aktivitet av menneskene i huset (PHIUS). Enkelte mener dog at andre løsninger vil være bedre egnet i Norge, som montering av bergvarmepumper, da kostnadene og arealtapet ved bygging av passivhus vil være store i det nordiske klima (Norsk VVS).

FBU har sammen med Statsbygg satset stort på at boliger og næringsbygg skal være et utstillingsvindu for fremtidsrettet miljøtenkning. Ved bygging skal det benyttes mindre materialer, man skal ha et lavere energibruk samt en lavere andel biltransport enn hva som er vanlig. Man har også rensset forurenset jord lokalt og brukt gammel asfalt for å bygge opp nye

veier. Vi mener dette vil være en positiv faktor for potensielle kunder som er miljøbevisste. Det kan dog telle negativt for enkelte at FBU ikke er med i NGBC.

3.6 Oppsummering ekstern analyse

Ved hjelp av Michael Porters fem krefter modell forsøkte vi å kartlegge FBUs omgivelser. Ut fra de fem konkurransekraftene prøvde vi å finne hvorvidt FBU innehar ulike konkurransefortrinn. Sentralt i FBUs drift er eiendommene de besitter og utvikler for salg. Disse eiendommene mener vi er FBUs største konkurransefortrinn. Lokaliseringen gjør at de er attraktive for potensielle boligkjøpere, de kan ikke imiteres av nye eller eksisterende aktører og størrelsen på prosjektet gir FBU en sterk forhandlingsposisjon til deres leverandører.

PESTLE analysen ble så utført for å supplere konkurransemodellen med makroøkonomiske muligheter og trusler. Vi kom her frem til at FBU er svært utsatt for makroøkonomiske endringer, både positivt og negativt. Selskapet virker å være innforstått med dette og har sikret store deler av lånene samt inngått langsiktige avtaler. Befolkningsvekst og nye trender innen lokaliseringspreferanser og miljøbevissthet er endringer vi mener FBU både kan og vil nyte godt av i tiden som kommer.

3.7 Strategisk analyse oppsummering – SWOT

3.7.1 SWOT-analyse

SWOT-analysen er en oversiktlig og brukervennlig metode som brukes til å oppsummere de interne og eksterne faktorer en bedrift må forholde seg til. Denne metoden er egnet til å finne ut hvorvidt dagens strategi er oppnåelig gitt bedriftens svake og sterke sider. Meningen med SWOT-analysen er å hjelpe bedriften til å best mulig posisjonere seg i bransjen. (Roos m.fl. 2010)

SWOT står for Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats, hvor bedriftens svake og sterke sider er hentet fra den interne analysen, og bedriftens muligheter og trusler er fra den eksterne analysen.

Den interne delen er basert på bedriftens ressursanalyse, mens den eksterne er basert på bedriftens omgivelser. Ved å sette sammen resultatene fra disse kan en få en indikasjon på hvorvidt bedriftens strategi er optimal i henhold til bransjens utvikling.

I følge Roos m.fl. (2010) er en SWOT-analyse et redskap man benytter for å kartlegge en bedrifts muligheter for å møte og overleve stadige endringer i dets omgivelser. Gode kunnskaper om bedriftens interne styrker og svakheter samt en god oversikt over omgivelsene til bedriften er vesentlig for å gjennomføre en god SWOT-analyse.

Etter å ha analysert FBUs interne og eksterne forhold, har vi nedenfor presentert interne styrker og svakheter samt eksterne muligheter og trusler vi mener selskapet må ta hensyn til.

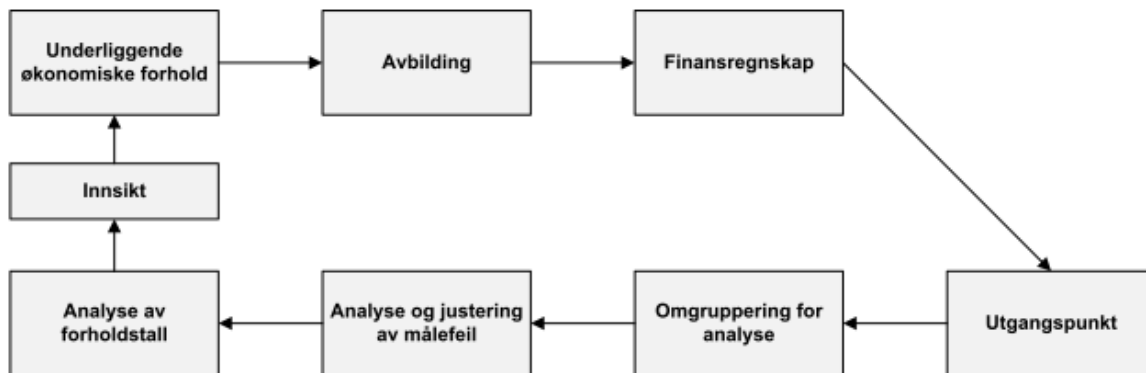
Strenghts	Weaknesses
Lokalisering	Negative driftsresultat
Miljøfokus	Ungt selskap
Egenkapitalprosent	Ny ledelse
Ubenyttede byggelån	
Ansatte	
Opportunities	Threats
Trender	Trender
- Lokalisering	- Lokalisering
- Miljøbevisthet	Lavkonjunktur
Befolkningsvekst	- Boligpriser
Høykonjunktur	- Sysselsetting
- Boligpriser	- "Double-dip"
- Sysselsetting	Forurensning
	Infrastruktur
	- Kollektivtilbud
	Økt konkurranse

Tabell. 4 – SWOT

Kilde: (Roos m.fl. 2010)

4. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse er i følge Hawkins (1998) en kombinasjon av ulike matematiske metoder, en grunnleggende forståelse av regnskap samt en forståelse av bedriftens strategi, for å på denne måten vurdere bedriftens underliggende økonomiske forhold samt framtidsutsikter. Ved å legge regnskapsanalysen og den strategiske analysen til grunn, vil vi senere i oppgaven utarbeide et fremtidsregnskap og et avkastningskrav for selskapet. Dette vil danne grunnlaget for målet med oppgaven, nemlig å verdsette selskapets aksje. Da vi ønsker å benytte et investororientert perspektiv benytter vi et rammeverk for regnskapsanalyse som er utarbeidet av Knivsflå (2009):



Figur.19 – Rammeverk regnskapsanalyse

Kilde: (Knivsflå, 2009)

En investororientert analyse vil bygge på historiske tall tilgjengelige via selskapets års- og kvartalsrapporter. Da målet er å verdsette selskapet for å hjelpe en investor til å fatte en beslutning om å investere i selskapet eller ikke, vil analysen i all hovedsak dreie seg om selskapets lønnsomhet, vekst, rentabilitet og egenkapital. På denne måten vil man kunne identifisere selskapets underliggende verdier

Før igangsettelse av regnskapsanalysen vil det i følge Knivsflå (2009) være nødvendig å avklare følgende tre punkter:

- Valg av analysenivå
- Valg av analyseperiode
- Valg av komparativ bransje

4.1 Valg av analysenivå

Et selskap kan ha flere ulike forretningsområder og det vil i slike tilfeller være nødvendig å dele opp selskapet og vurdere de forskjellige områdene hver for seg. FBU fokuserer som tidligere nevnt bare på eiendomsutvikling for salg og det vil derfor ikke være nødvendig å analysere selskapet på flere nivå.

4.1.1 Valg av analyseperiode

Når man skal velge analyseperiode må man ta hensyn til selskapets stabilitet over tid. Dersom selskapet kan vise til stabil drift over tid vil det være naturlig å benytte seg av en lengre analyseperiode. Ved ustabil drift med hyppige oppkjøp av nye forretningsområder, vil ikke eldre historiske data gjenspeile dagens situasjon, og vil derfor ikke være relevante. FBU hadde som nevnt sin oppstart i 2007 og analyseperioden vil i den sammenheng begrense seg til selskapets levetid. Ettersom selskapet driver med eiendomsutvikling for salg og selskapet selv estimerer en utbyggingsfase på 12-18 måneder burde vi ideelt sett hatt en lengre tidshorisont å se tilbake på. Vi vil dog vektlegge perioden fra 2008, ettersom selskapet i dette året overleverte sine første boliger på Fornebu.

4.1.2 Valg av komparativ bransje

Sett fra et investorperspektiv vil det være fordelaktig å kunne måle aktuelle data mot andre relevante selskaper i bransjen. En må derfor finne et homogent sammenligningsgrunnlag for FBU. Dette kan gjøres ved å benytte et bransjegjennomsnitt, hvor det aktuelle selskapet selv inngår, eller måle selskapet opp mot konkrete selskaper som driver med sammenlignbar virksomhet. FBUs primærvirksomhet er som nevnt eiendomsutvikling, og vi har derfor valgt to andre aktører som driver innen denne bransjen. Sammenligningsgrunnlaget vårt vil være Norwegian Property (NPRO) og Olav Thon Eiendomsselskap (OLT). Dette er selskaper som driver med eiendomsutvikling, hotellvirksomhet og utleie av næringsseiendom. FBU driver utelukkende med eiendomsutvikling, noe som gjør at sammenligningsgrunnlaget ikke er optimalt. Vi har allikevel valgt å benytte disse, ettersom det ikke finnes bedre sammenlignbare selskaper som i dag omsettes på Oslo Børs.

4.2 Fremstilling av regnskapstall

Vi vil nå presentere det historiske resultatregnskapet og balanse for FBU i perioden 2007-2010. Hensikten med dette er å skape en forenklet fremstilling av selskapets økonomiske utvikling. Merk at tallene for 2010 er hentet fra fjerde kvartalsrapporten, og er følgelig ikke revidert.

Beløp i 1000 NOK	2007	2008	2009	2010
Inntekter prosjekter	161921	789141	974890	1117345
Andre inntekter	15501	30727	50785	33371
Brutto driftsinntekter	177422	819868	1025675	1150716
Kompensasjon brudd avtale		-49000		
Prosjektkostnader	-146030	-1189485	-1315273	-1190650
Personalkostnader			-41375	-50465
Andre driftskostnader	-31501	-69592	-126214	-43696
Sum driftskostnader	-177531	-1308077	-1482862	-1284811
Driftsresultat før verdiendring investeringseiendommer	-109	-488209	-457187	-134095
Avskrivning	-50	-2107	-1895	-1907
Verdiendring eiendom		-1390625	-70112	47599
Nedskrivning av goodwill	-176982	-119446	-162327	-15046
Driftsresultat	-177141	-2000387	-691521	-103449
Finansinntekt	23385	39228	15802	5663
Finanskostnad	-10399	-15261	-33915	-15189
Endring i markedsverdi finansielle instrumenter	301	-62353	7659	13283
Netto finansposter	13287	-38386	-10454	3757
Ordinært resultat før skatt	-163854	-2038773	-701975	-99692

Tabell. 5 - Resultatregnskap

4.2.1 Resultatregnskap

Resultatregnskapet ovenfor viser at selskapet har gått med underskudd siden oppstarten i 2007. Selskapet har i forbindelse med oppstart hatt store investeringer i utviklingsarealer og det var først i 2008 at inntjeningen på enkelte prosjekter startet. Vi ser følgelig at selskapets driftsresultat i 2010 har bedret seg merkbart fra de foregående årene, men at det fortsatt befinner seg på minus siden. En annen faktor som må nevnes er at finanskrisen rammet Norge rundt oppstart av FBU, noe som delvis kan forklare de store verdiendringene av eiendom.

EIENDELER (Beløp i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010
Anleggsmidler				
Finansielle derivater	1 315			
Goodwill	359 655	230 138	80 359	39 662
Investering tilknyttet selskap	4 873	3 478	7 813	
Varige driftsmidler	1 372	5 061	5 174	4 825
Utsatt skattefordel	52 304	212 800	152 958	
Finansielle langsiktige eiendeler	14 235	8 089		
Langsiktig fordring tilknyttet drift selskap	13 056	13 784		
Sum anleggsmidler	446 810	473 350	246 305	44 487
Omløpsmidler				
Varelager	7 436 295	6 082 363	5 398 682	4 879 393
Eiendom under utvikling solgt til 3. part	32 352	109 443	188 402	17 592
Kundefordringer	54 149	86 525	84 419	27 522
Kontanter og kontantekvivalenter	181 476	450 834	353 757	334 430
Sum omløpsmidler	7 704 272	6 729 165	6 025 260	5 258 937
Sum eiendeler	8 151 082	7 202 515	6 271 565	5 303 424

Tabell. 6 – Balanse - eiendeler

4.2.2 Balanse

Ut i fra balansen ser man at selskapet har et betydelig varelager som i all hovedsak består av eiendomsarealene som selskapet har kjøpt på Fornebu, Odense og på Hinna i Stavanger. Vi ser videre at dette varelageret reduseres gradvis ettersom utbygging og salg av eiendommene kommer i gang.

EGENKAPITAL OG GJELD (Beløp i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010
Egenkapital				
Aksjekapital	2 000 398	2 000 398	83 002	83 002
Annen innbetalt egenkapital	1 913 134	24 239	676 328	676 299
Akkumulerte omregningsdifferanser	-2 353	41 639	16 336	15 779
Minoritetsinteresser	46 750	57 478	19 265	-14 871
Annen egenkapital	-217 578	83 592	1 531 475	1 472 112
Sum egenkapital	3 740 351	2 207 346	2 326 406	2 232 321
Langsiktig gjeld og forpliktelser				
Lån	1 994 564	2 895 006	2 575 857	2 626 102
Utsatt skatt forpliktelse	661 944	293 455	152 548	
Pensjonsforpliktelser		3 723	4 931	5 799
Finansielle derivater	1 871	68 606	54 572	40 267
Avsetning salg av eiendom	140 576	135 490	131 675	
Langsiktig gjeld og forpliktelser	2 798 955	3 396 280	2 919 583	2 672 168
Kortsiktig gjeld				
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	409 419	278 920	55 151	32 779
Lån	1 180 356	1 087 750	734 769	357 478
Finansielle derivater				1
Avsetninger	22 000	232 219	235 655	198 875
Kortsiktig gjeld	1 611 775	1 598 889	1 025 575	589 133
Forpliktelser knyttet til eiendeler holdt for salg				369 825
Sum gjeld	4 410 730	4 995 169	3 945 158	3 631 126
Sum egenkapital og gjeld	8 151 081	7 202 515	6 271 564	5 863 447

Tabell. 7 – Balanse - egenkapital og gjeld.

4.2.3 Omgruppering av resultat og balanse

Ettersom vi benytter oss av en fundamental verdsettelsesteknikk i vår regnskapsanalyse, må vi omgruppere regnskapet slik at det passer en investororientert analyse. Først vil vi omgruppere egenkapitaloppstillingen. Hensikten med dette er å analysere forandringen i egenkapital over analyseperioden. Denne forandringen fremkommer av periodens rapporterte nettoresultat. I tillegg til dette må vi identifisere såkalte “dirty surplus” poster. “Dirty surplus” poster er poster som bryter med Kongruensprinsippet i Regnskapsloven (2005) §4-3 som krever at

inntekter og kostnader, samt gevinst og tap skal regnskapsføres i resultatregnskapet og dermed være med i nettoresultatet til egenkapitalen. I følge Penman (2010) finnes det tre hovedårsaker til at “dirty surplus” forekommer:

- Urealisert tap eller gevinst på verdipapirer som er tilgjengelig for salg.
- Gevinst eller tap ved valutakonvertering
- Gevinst eller tap på finansielle instrumenter

Foruten de synlige “dirty surplus” postene kan det også forekomme skjulte “dirty surplus” poster. Dette vil være poster som ikke er registrerte, og som det for vår del ikke vil være mulig å identifisere med tilgjengelig informasjon.

Beløp i 1000 NOK	2007	2008	2009	2010
Inngående Balanse 01.01	0	3 774 690	2 241 687	2 360 745
Transaksjoner med aksjonærer				
Aksjeutstedelser	3 913 531		727 089	
Minoritetsinteresser	46750	10728	-38213	-34136
Sum transaksjoner	3 960 281	10 728	688 876	-34 136
Fullstendig nettoresultat				
Årsresultat	-183 210	-1 587 751	-544 514	-101 543
Valutaeffekter	-2 381	44 020	-25 304	-557
Egne aksjer				-536
Netto gjeldsettergivelse ved utgang minoritetsaksjonær				42 711
Sum fullstendig nettoresultat	-185 591	-1 543 731	-569 818	-59 929
Utgående balanse 31.12	3 774 690	2 241 687	2 360 745	2 266 680
Minoritetsinteresser	46 750	10 728	-38 213	-34 136
Allminnelig egenkapital	3 727 940	2 230 959	2 398 958	2 300 816

Tabell. 8 – Endring egenkapital

4.3 Endring i egenkapital

Valutaeffekter utgjør den eneste “dirty surplus” posten til FBU. Utenom dette er minoritetsinteressene skilt ut slik det fremkommer i Penman (2010). Det er ikke avsatt noen form for utbytte i analyseperioden. Forskjell i fullstendig nettoresultat for 2007 skyldes endring i regnskapsprinsipp. Da dette ikke er ”core” har vi ikke valgt å fokusere på dette.

Beløp i 1000 NOK		2007		2008		2009		2010
Operasjonelle inntekter								
Inntekter prosjekter		161 921		789 141		974 890		1 117 345
+ Andre inntekter		15 501		30 727		50 785		33 371
Kompensasjon brudd avtale				-49 000				
-Personalkostnader						-41 375		-50 465
-Avskrivninger		-50		-2 107		-1 895		-1 907
- Prosjektkostnader		-146 030		-1 189 485		-1 315 273		-1 190 650
- Andre driftskostnader		-31 501		-69 592		-126 214		-43 696
Netto gjeldsettergivelse ved utgang minoritetsaksjonær								42 711
Egne aksjer								-536
= Operasjonell inntekt fra salg (før skatt)		-159		-490 316		-459 082		-93 827
Skatt								
Rapportert skattekostnad		-9 447		-449 902		-75 551		35 717
Skatt på andre operasjonelle inntekter (kostnader)		-18 587		-324 677		-24 411		-10 908
Skattefordel på netto finanskostnader		-3 720	5 419	10 748	-114 477	2 927	-48 213	-1 052
= Operasjonell inntekt fra salg (etter skatt)		-5 578		-375 839		-410 869		-139 400
Andre operasjonelle inntekter (før skatt)								
Verdiendring eiendom		0		-1 390 625		-70 112		47 599
Nedskrivning av goodwill		-176 982		-119 446		-162 327		-15 046
Skatt		-18 587	-158 395	-324 677	-1 185 394	-24 411	-208 028	-10 908
Andre operasjonelle inntekter (etter skatt)								
Valutaeffekter		-2 381		44 020		-25 304		-557
Operasjonell inntekt (etter skatt)		-166 355		-1 517 213		-644 201		-96 496
Netto finanskostnader								
Finanskostnad		10 399		15 261		33 915		15 189
Finansinntekt		23 385		39 228		15 802		5 663
Urealisert gevinst (tap) på finansielle eiendeler		301		-62 353		7 659		13 283
Netto finanskostnad før skatt		-13 287		38 386		10 454		-3 757
Skatteeffekt (28 %)		3 720		-10 748		-2 927		1 052
Finansielle derivater		1 315						
Netto finanskostnad etter skatt		-10 882		27 638		7 527		-2 705
Minoritetsinteresser		229		1 120		81 910		33 862
Fullstendig nettoresultat		-155 244		-1 543 731		-569 818		-59 929

Tabell. 9 – Drifts og finansieringsaktiviteter

4.4 Drifts- og finansieringsaktiviteter

Omgruppering av resultatregnskapet betyr at man grupperer resultatregnskapet i driftsrelaterte og finansielle kategorier (Penman, 2010). Dette gjøres fordi det i en investororientert analyse er vesentlig å finne hva som skaper verdi for selskapet. Vanligvis er det de driftsrelaterte aktivitetene som genererer verdier for selskapet. Vi finner da de aktivitetene som genererer “core value” som er normale og varige verdier for selskapet samt utgifter knyttet til disse. Ved å gjøre dette kan vi finne driverne til avkastning på alminnelig egenkapital og vekstpotensial. Disse driverne vil videre være relevante for utformingen av fremtidsregnskapet og utførelse av verdsettelsen.

Beløp i mill NOK	2007	2008	2009	2010
Driftsinntekter	161,92	789,14	974,89	1117,35
+ Andre inntekter	15,50	30,73	50,79	33,37
- Personalkostnader			-41,38	-50,47
- Avskrivninger	-0,05	-2,11	-1,90	-1,91
- Varekostnader	-146,03	-1189,49	-1315,27	-1190,65
- Andre driftskostnader	-31,50	-69,59	-126,21	-43,70
= Normalt driftsrelatert resultat fra salg (før skatt)	-0,16	-441,32	-459,08	-136,00
Rapportert skattekostnad	-9,45	-449,90	-75,55	35,72
Skatt på andre operasjonelle inntekter (kostnader)	-13,16	-331,98	-24,61	-24,40
Skattefordel på netto finanskostnader	-3,72	10,75	2,93	-1,05
Normalt driftsrelatert resultat fra salg (etter skatt)	-0,15	-334,14	-411,07	-195,07
Unormale poster				
Netto gjeldsettergivelse ved utgang minoritetsaksjonær				42,71
Kompensasjon brudd avtale		-49,00		
Egne aksjer				-0,54
Verdiendring investeringseiendommer	0,00	-1390,63	-70,11	47,60
Nedskrivning av goodwill	-176,98	-119,45	-162,33	-15,05
Skatt på andre operasjonelle inntekter (kostnader)	-13,16	-331,98	-24,61	-24,40
Skatt	-163,82	-1178,10	-207,83	99,13
Valutaeffekter	-2,38	44,02	-25,30	-0,56
Driftsrelatert resultat (etter skatt)	-166,35	-1517,21	-644,20	-96,49

Tabell. 10 – Oppdeling poster

4.4.1 Oppdeling i normale og unormale poster

Vi har satt kompensasjon ved brudd avtale til unormale poster, da dette var et engangstilfelle og ikke en del av FBUs vanlige drift. Postene netto gjeldsettergivelse ved utgang minoritetsaksjonærer og egne aksjer er også plassert som unormale poster.

Beløp i 1000 NOK	2007	2008	2009	2010
Driftsrelaterte eiendeler				
Goodwill	359 655	230 138	80 359	39 662
Utsatt skattefordel	52 304	212 800	152 958	
Investering i tilknyttet selskap	4 873	3 478	7 813	
Varige driftsmidler	1 372	5 061	5 174	4 825
Langsiktig fordring tilknyttet selskap	13 056	13 784		
Eiendom under utvikling solgt til 3. part	32 352	109 443	188 402	17 592
Kundefordringer	54 149	86 525	84 419	27 522
Varelager	7 436 295	6 082 363	5 398 682	4 879 393
Eiendeler holdt for salg				560 792
Sum driftsrelaterte eiendeler	7 954 056	6 743 592	5 917 807	5 529 786
Driftsrelaterte forpliktelser				
Utsatt skatt forpliktelse	661 944	293 455	152 548	
Pensjonsforpliktelser		3 723	4 931	5 799
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	409 419	278 920	55 151	32 779
Avsetninger (kortsiktig)	22 000	232 219	235 655	198 875
Avsetning salg av eiendom	140 576	135 490	131 675	
Sum driftsrelaterte forpliktelser	1 233 939	943 807	579 960	237 453
Netto driftsrelaterte eiendeler (NOA)	6 720 117	5 799 785	5 337 847	5 292 333

Tabell. 11 – Oppdeling balanse

4.4.2 Omgruppering av balanse – del 1

Posten pensjonsforpliktelser er relativt lav og vi antar at denne er driftsrelatert. Investering i tilknyttet selskap vil for FBUs vedkommende være driftsrelatert da den er en del av selskapets kjernevirksomhet. Posten avsetninger (kortsiktig) er knyttet til avtale inngått med Stavanger kommune vedrørende utviklingsprosjektet Hinna Park. Avsetning solgte eiendommer består av en avsetning for kontraktbasert vedlikehold av eiendommer.

Beløp i 1000 NOK	2007	2008	2009	2010
Finansielle eiendeler				
Finansielle derivater (anleggsmidler)	1 315			
Finansielle langsiktige eiendeler	14 235	8 089		
Kontanter og kontantekvivalenter	181 476	450 834	353 757	334 430
Sum finansielle eiendeler	197 026	458 923	353 757	334 430
Finansielle forpliktelser				
Langsiktig rentebærende gjeld (LÅN)	1 994 564	2 895 006	2 575 857	2 626 102
Kortsiktig rentebærende gjeld (LÅN)	1 180 356	1 087 750	734 769	357 478
Finansielle derivater	1 871	68 606	54 572	40 267
Sum finansielle forpliktelser	3 176 791	4 051 362	3 365 198	3 023 847
Netto finansielle forpliktelser (NFO)	-2 979 765	-3 592 439	-3 011 441	-2 689 417
Minoritetsinteresser	46750	57 478	19 265	-14 871
Alminnelig egenkapital	3 693 602	2 149 868	2 307 141	2 617 787

Tabell. 12 – Omgruppering balanse

4.4.3 Omgruppering av balanse – del 2

Både posten finansielle derivater og finansielle langsiktige eiendeler er små poster som ikke er videre forklart i årsrapportene. Vi antar at disse ikke er knyttet til driften. FBU har en betydelig sum på kontanter og kontantekvivalenter som består av bankinnskudd og bundne midler og vi antar derfor at posten er en finansiell eiendel.

5. Risikoanalyse

Et selskaps totale risiko kan i følge Madura og Fox (2007) deles opp i en usystematisk del som er unik for selskapet samt en systematisk del. I følge capital asset pricing teori (CAPM) kan den usystematiske risikoen ignoreres fordi den kan diversifiseres vekk. Dette skjer ved at risikoen spres over flere selskaper og dermed vil den totale risikoen bli tilnærmet lik systematisk risiko.

I følge Penman (2010) finnes det tilfeller hvor en investor ikke har muligheten til å diversifisere bort all usystematisk risiko. I slike tilfeller vil den usystematiske risikoen påvirke selskapets avkastningskrav. For å analysere risikoen i FBU benytter vi derfor en tre stegs analyse som analyserer selskapets kortsiktige og langsiktige risiko. Vi benytter en likviditetsanalyse for å vurdere selskapets kortsiktige risiko og fortsetter med en soliditetsanalyse for å se på den langsiktige risikoen. Endelig vil vi avslutte med en kredittrating som vil gi oss selskapets risikopremie. Denne risikopremien vil senere være grunnlag for å estimere FBUs kapitalkostnad. Risikoanalysen vil altså måle FBUs likviditet og soliditet sammenlignet med resten av bransjen samt konkurrisiko for selskapet.



Figur. 20 – Risikoanalyse

Kilde: (Knivsflå 2009)

5.1 Analyse av kortsiktig risiko (likviditetsanalyse)

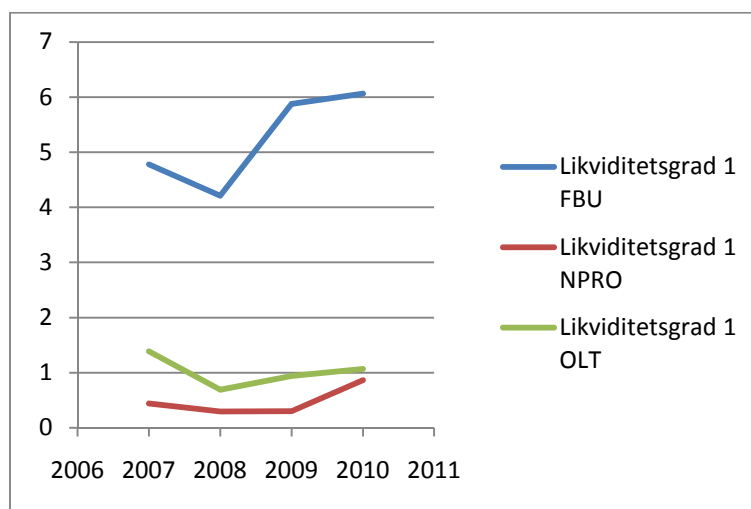
For å analysere selskapets kortsiktige likviditetsrisiko benytter vi en likviditetsanalyse. Denne fokuserer på selskapets likviditet og dermed evne til å dekke løpende forpliktelser. I følge Damodaran (2002), oppstår selskapets kortsiktig likviditetsrisiko ved finansiering av daglig drift. I vår analyse ser vi på likviditetsgrad 1 og 2 i tillegg til gjeldsdekning.

5.1.1 Likviditetsgrad 1

For å beregne likviditetsgrad 1 benytter vi formelen (Boye, Heskestad & Holm, 2004):

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

Likviditetsgrad 1 viser altså forholdet mellom kortsiktige omløpsmidler og kortsiktig gjeld og bør være større eller lik 2 for å være tilfredsstillende (Kristoffersen 2002). Det må dog påpekes at tallet avhenger av type bransje og vi vil derfor sammenligne FBU mot OLT og NPRO.



Figur. 21 – Likviditetsgrad 1

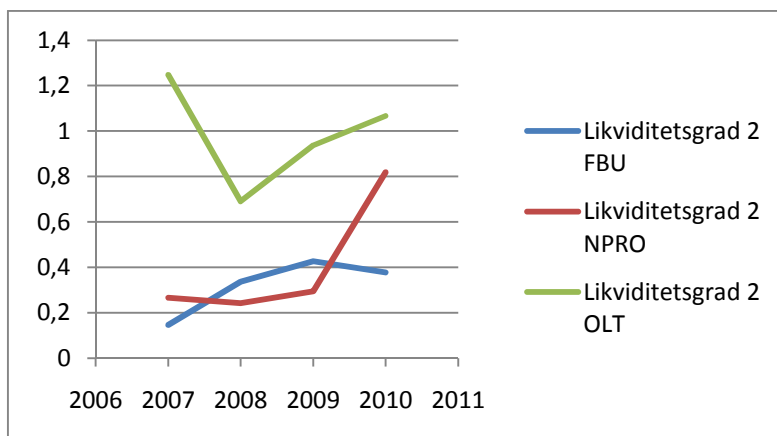
5.1.2 Likviditetsgrad 2

For å beregne likviditetsgrad 2 benytter vi formelen (Boye, Heskestad & Holm, 2004):

$$\text{Likviditetsgrad. 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Her benyttes altså bare de mest likvide omløpsmidlene som selskapet besitter, altså de finansielle omløpsmidlene. I følge Hoff (2002) består de mest likvide omløpsmidlene av kundefordringer og andre fordringer samt verdipapirer som kan realiseres i løpet av tre måneder.

Dette nøkkeltallet gir oss informasjon om hvorvidt selskapet er i stand til å dekke sine løpende forpliktelser. I motsetning til likviditetsgrad 1 ser man her bort fra varelageret da det kan være en årsak til problemer i selskapet. Ved å bygge opp et for stort varelager med eiendomsarealer binder selskapet opp kapital som kan være vanskelig å frigjøre. Likviditetsgrad 2 bør være større eller lik 1, men dette vil som ved beregning av likviditetsgrad 1 være bransjespesifikt.



Figur. 22 – Likviditetsgrad 2

Tallene vi har benyttet i beregningene er hentet fra de ulike selskapers årsrapporter (Norwegian Property ASA 2009, Olav Thon Eiendomsselskap 2009). Som vi ser har FBU en høyere likviditetsgrad 1 enn både NPRO og OLT. Årsaken til dette er at selskapets varelager består av investeringseiendommer som er tilknyttet selskapets utviklingsprosjekter.

Likviditetsgrad 1 reduserte seg fra oppstarten i 2007 til 2008. Denne reduksjonen kan trolig knyttes til den negative verdiendringen på investeringseiendommene som følge av finanskrisen. Fra 2008 til 2010 økte likviditetsgrad 1, og årsaken til dette er at selskapet har gjennomført en vellykket styrking av sin finansielle posisjon ved to aksjeemisjoner i 2008, samt den positive verdiendringen i investeringseiendommene i 2009.

Ved beregning av likviditetsgrad 2 fjernes de mindre likvide omløpsmidlene som for FBU sitt vedkommende utgjør investeringseiendommer. Vi ser da at selskapet plasserer seg mellom NPRO og OLT på skalaen fra midten av 2007 til 2009 for deretter å ligge under NPRO. Årsaken til at selskapet scorer lavere på likviditetsgrad 2 er at selskapet har en forholdsvis høy andel mindre likvide omløpsmidler.

Vi konkluderer med at FBU har en relativt god likviditet til å være et nyoppstartet selskap. De bør dog være forsiktige med å øke den kortsiktige gjelden ytterligere, ettersom de da kan komme i en situasjon hvor omløpsmidlene ikke vil være tilstrekkelige for å betjene de løpende krav fra kreditorer.

5.2 Analyse av langsiktig risiko (soliditetsrisiko)

For å måle bedriftens evne til å tåle fremtidige tap benytter vi en soliditetsanalyse. Analysen består av en beregning av egenkapitalprosent og rentedekningsgrad.

5.2.1 Egenkapitalprosent

Ved å beregne egenkapitalprosenten finner man andelen av totalkapitalen som er finansiert med egne midler. Den forteller samtidig hvor mye selskapet kan tape før fremmedkapitalen (gjelden) blir påført tap. En høy egenkapitalprosent gir høy soliditet og dermed større evne til å bære fremtidige tap (Knivsflå, 2009). Formelen for egenkapitalprosent er (Boye, Heskestad & Holm, 2004):

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

Ved beregning av dette forholdstallet må man se på utviklingen over tid (Kristoffersen 2002). Nedenfor fremstilles egenkapitalprosenten for selskapene.

Egenkapitalprosent	2007	2008	2009	2010
FBU	45,89 %	30,65 %	37,09 %	38,07 %
NPRO	20,10 %	17,28 %	19,90 %	31,42 %
OLT	36,56 %	32,25 %	31,80 %	33,23 %

Tabell. 13 - Egenkapitalprosent

Som vi ser har alle selskapene en relativt god egenkapitalprosent, noe som stemmer godt overens med påstanden om at *”eiendomsselskaper bør ha minst 40 prosent i reel egenkapitalandel for å ha tilfredsstillende finansiell handlefrihet”* (Dahl m.fl. 1997). FBU har som følge av aksjeutstedelser og emisjoner til oppbygning av investeringskapital i selskapets oppstartfase den sterkeste egenkapitalprosenten. Selskapet står derfor sterkt når det gjelder å tåle tap som ellers ville gått ut over fremmedkapitalen (gjelden).

5.2.2 Gjeldsdekning

For å analysere selskapers evne til å betjene sin løpende gjeld benyttes nøkkeltallet rentedekningsgrad. Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad selskapet er i stand til å betale sine rentekostnader (Boye, Heskestad & Holm, 2004). Formelen for rentedekningsgrad er:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnader}}$$

En høy rentedekningsgrad indikerer at selskapet har høy handlefrihet og økt fleksibilitet. I følge Kristoffersen (2002), er en rentedekningsgrad høyere enn tre ansett for å være bra, mens den aldri bør bevege seg under en. Dersom den synker under én vil selskapet gå med underskudd. Nedenfor ser vi en fremstilling av rentedekningsgraden for de ulike selskapene.

Rentedekningsgrad	2007	2008	2009	2010
FBU	-18,67	-128,51	-19,92	-6,44
NPRO	2,43	-1,90	-0,31	
OLT	2,46	2,07	2,53	

Tabell. 14 – Rentedekningsgrad

Fremstillingen er ufullstendig grunnet manglende regnskapstall for NPRO og OLT. Som vi ser i har FBU hatt en negativ rentedekningsgrad siden oppstart i 2007. Dette kommer av de negative driftsresultatene som skriver seg fra nedskrivninger av eiendomsverdier og balanseførte utviklingskostnader knyttet til problemprosjekter og tap på salg av eiendom. Vi kan allikevel se en bedring fra 2008 som følge av at boligsalget har kommet i gang og at selskapet har begynt å generere inntekter. FBU er et ungt selskap og det beregnes som nevnt tidligere 12-18 måneders byggetid før en bolig blir lagt ut for salg. Dersom den negative rentedekningsgraden skulle vedvare vil selskapet få problemer med å betjene gjelden sin. FBU har i 2009 fått parallellutsatt sine forpliktelser til Oslo kommune med tre år (Fornebu Utvikling ASA 2009a) noe som vil være viktig ettersom selskapet sliter med likviditetsrisiko i oppstartsfasen, uten normale driftsinntekter.

OLT ser ut til å ha en tilfredsstillende rentedekningsgrad mens NPRO de senere årene har hatt en svekket grad grunnet negative driftsresultat.

FBU's solide egenkapitalprosent er helt nødvendig for at selskapet skal tåle de negative driftsresultatene. Med en lav egenkapitalprosent i tillegg til en negativ rentedekningsgrad ville ikke selskapet vært i stand til å betjene sine løpende forpliktelser knyttet til fremmedkapitalen. Selskapets langsiktige risiko vil i stor grad avhenge om selskapet klarer å snu de negative driftsresultatene. En egenkapitalandel på 38,07 prosent gjør at selskapets finansielle stilling må anses for å være god.

5.2.3 Driftsrentabilitet

For å gjennomføre kredittratingen må vi i tillegg regne ut driftsrentabiliteten for FBU og bransjen. Denne finnes ved følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital}}$$

Driftsrentabilitet	2008	2009	2010
FBU	-0,24	-0,12	-0,02
NPRO	-0,07727	-0,07539	
OLT	0,028452	0,041542	

Tabell. 15 - Driftsrentabilitet

5.3 Kredittrating

Videre vil vi oppsummere FBU's risiko og deretter plassere selskapet i en risikogruppe basert på vår likviditets- og soliditetsanalyse. Det finnes flere metoder for å gjøre dette som er utviklet av store ratingselskaper som Standard & Poor`s, Moody`s og Fitch. Det disse har til felles er at de gir selskaper en kredittrisiko og ut i fra forskjellige nøkkeltall regner ut selskapets sannsynlighet for konkurs. Vi har valgt å benytte oss av en tabell utarbeidet av Knivsflå (2009) som er basert på Standard & Poor`s ratingklasser, men tilpasset det norske markedet. Denne ratingen har en skala som går fra AAA til D, hvor D er et selskap som med

høy sannsynlighet vil gå konkurs. Nøkkeltallene som benyttes her er likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 28% skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell. 16 – Syntetisk rating

Kilde: (Knivsfå 2009)

FBU	2010	2009	2008	Vektet
Likviditetsgrad1	A+	A+	A	A+
Rentedekningsgrad	D	D	D	D
Egenkapitalprosent	BB+	BB	B+	BB
Netto driftsrentabilitet	CC-	D	D	D
Gjennomsnitt	CCC	CCC	CC+	CCC

Tabell. 17 – Syntetisk rating FBU

Bransje	2008	2009	Vektet
Likviditetsgrad1	C+	CC	C+
Rentedekningsgrad	CCC	B+	CCC+
Egenkapitalprosent	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	CC	CCC	CC
Gjennomsnitt	CC+	CCC	CCC

Tabell. 18 – Syntetisk rating bransje

I utregningene av kredittratingen har vi tatt hensyn til at FBU er et nyoppstartet selskap og generering av driftsinntekter har latt vente på seg. Vi har derfor vektet 2010 tallet høyere enn 2009 og 2008. Ut i fra våre beregninger fra likviditets og soliditetsanalysen får FBU en kredittrating på CCC. Bransjen får den samme rating på CCC. Ved å benytte denne informasjonen kan vi i følgende tabell se hvilken konkurrisiko selskapene har og den tilhørende kreditrisikofaktor.

Rating	Årlig konkurssansynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	1000,0000

Tabell. 19 – Ratingklasser

Kilde: (Knivsfå 2009)

I følge tabellen ser vi at både FBU og bransjen har en konkurssansynlighet i løpet av de neste 12 måneder på 30,85 prosent. Dette er trolig et urealistisk estimat og bør ikke vektlegges for mye. Selskapets kreditrisikofaktor er 3.

6. Selskapets avkastningskrav

Et selskaps avkastningskrav beskriver den alternative avkastning en investor kan få ved å investere samme beløp i andre selskap med lik risiko. Valg av type avkastningskrav avhenger av hvilken verdsettelsesmetode som brukes. Vårt valg falt på et vektet avkastningskrav (*WACC – Weighted average cost of capital*) som i følge Damodaran (2002) er kostnaden av de ulike finansieringskomponentene benyttet av selskapet vektet i forhold til andel av markedsverdi. Dette avkastningskravet passer til verdsettelse ved bruk av frikontantstrøm eller superprofittmodellen, ettersom begge disse modellene bygger på kontantstrømmer til både eierne og kreditorer. WACC vil i kapittel 9 benyttes som diskonteringsrente når man skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene i fremtidsbudsjettet.

WACC etter skatt uttrykkes på følgende måte (Koller m.fl. 2005):

$$WACC = \frac{E}{V} * k_e + \frac{D}{V} * k_g * (1 - s)$$

Hvor

- k_e er selskapets egenkapitalkrav
- E er markedsverdien til egenkapitalen
- V er markedsverdien til egenkapital og gjeld
- G er selskapets gjeld
- k_g er avkastningskravet til selskapets rentebærende gjeld før skatt
- S er skattesatsen (28%)

For å kunne beregne FBUs vektete avkastningskrav må vi nå estimere overnevnte de overnevnte verdier.

6.1 Egenkapitalkrav

For å finne egenkapitalkravet til FBU må vi først bestemme forventet avkastning på aksjene. Dette kan gjøres ved å benytte i kapitalverdimodellen (*CAPM*) som i følge Damodaran (2002), viser forholdet mellom avkastning og risiko. Videre forutsetter modellen en risikoavers investor som diversifiserer sine investeringer. Modelle forutsetter deretter at det ikke eksisterer arbitrasjemuligheter, at markedet er effisient og at det eksisterer perfekt informasjon. Det vil i praksis være vanskelig å oppfylle enkelte av disse forutsetningene i

virkeligheten, men vi velger allikevel å bruke modellen ettersom alternative modeller har liknende problemer og dermed ikke nødvendigvis vil gi et bedre estimat for avkastningskravet til FBU estimeres ved å legge sammen den risikofrie renten og et risikotillegg.

$$E(r_s) = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

Hvor

- $E(r_s)$ er avkastningskrav til egenkapitalen
- r_f er risikofri rente
- β er egenkapitalbeta
- r_m er markedets risikopremie

Avkastningskravet etter skatt blir da:

$$E(r_s) = r_f * (1 - s) + \beta * (E(r_m) - r_f * (1 - s))$$

6.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten betegner den renten man kan oppnå ved å plassere pengene risikofritt. Dersom en investering skal klassifiseres som risikofri må den i følge Damodaran (2002) verken inneha en konkurrisiko eller en reinvesteringsrisiko. Dette betyr i realiteten at ingen verdipapirer som utstedes av et privat foretak kan regnes for å være risikofrie ettersom alle private foretak i mer eller mindre grad bærer en konkurrisiko. Det beste estimat på en risikofri rente vil derfor være en nullkupong statsobligasjon som oppfyller begge de to overnevnte krav. I Norge vil man derfor typisk benytte en 10-årig norsk statsobligasjonsrente, som er den lengste løpetiden på den norske stats obligasjoner. Denne vil gi et reelt bilde av den risikofrie renten i markedet. Pr. 31.12.10 var den 10-årige norske obligasjonsrenten 3,52 prosent (Oslo børs).

6.1.2 Markedets Risikopremie

Markedets risikopremie er i følge Koller m.fl. (2005) et estimat på hva en investor bør kompenseres med ved å utsette seg for den gjennomsnittlige markedsrisiko. For å finne denne må man beregne forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Ofte benyttes historiske risikopremier for å estimere markedets risikopremie. Det finnes flere ulike estimat for hva markedspremiene bør være men i følge Thore Johnsen (referert til i NOU 2000:18) har den gjennomsnittlige meravkastningen på Oslo Børs vært på 6,2 prosent mellom 1967-1998. Johnsen mener likevel at det fremtidige normalnivået vil være lavere enn dette gjennomsnittet. Vi velger derfor å bruke en risikopremie på 6 prosent.

6.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta, defineres i følge Boye (2002) som:

$$\beta = \frac{Cov(R_s, R_m)}{Var(R_m)}$$

- R_s er selskapets avkastning
- R_m er markedets risikopremie
- $Cov(R_s, R_m)$ er kovarians mellom selskapets avkastning og markedets avkastning
- $Var(R_m)$ er varians i markedets risikopremie.

Den er et mål på samvariasjon mellom avkastning på selskapets aksje og markedsporteføljens avkastning og uttrykker den systematiske risikoen som et selskap blir utsatt for. Normalt beregnes egenkapitalbeta på bakgrunn av månedlige avkastningstall for de siste 5 årene (Boye 2002). Da FBU bare har eksistert i 4 år vil vi ikke kunne oppfylle dette kravet helt. Vi kunne alternativt benyttet ukentlige eller daglige avkastningstall fra OSEBX. Vi har likevel valgt å benytte månedlige avkastningstall fra oppstart i 2007 til 01.03.11. Fra våre beregninger som er vist i vedlegg 1, ser vi at FBU har en betaverdi på 0,853 sammenlignet med beregningene utført av et analysebyrå (Bloomberg) som viser en beta på 0,957.

Ved bruk av historiske data i beregninger vil det av og til oppstå estimeringsfeil og vi velger derfor å benytte Bloomberg justeringen (Damodaran, 2002), for å komme frem til et bedre estimat på FBUs egenkapitalbeta.

$$0,67 * \beta + 0,33 * 1 = 0,67 * 0,853 + 0,33 * 1 = 0,905$$

En betaverdi lik 1 beskriver et selskap som har samme volatilitet i avkastningen som resten av markedet. En betaverdi over 1 betyr det at selskapets avkastning er mer volatil enn resten av markedet, mens en betaverdi på under 1 illustrerer en lavere volatilitet enn markedet. FBUs beta på 0,905 forteller oss at selskapets aksje er mindre volatil enn gjennomsnittet på Oslo Børs.

6.1.4 Beregning av egenkapitalkrav

$$E(R_s) = 3,52 * 0,72 + 0,905 * [6] = 0,0797$$

Som vi ser har FBU et avkastningskrav på egenkapitalen på 7,97 prosent. Egenkapital som skal investeres i selskapet må altså gi en minimumsavkastning lik dette avkastningskravet.

6.1.5 Gjeldskostnad

Det stilles krav til selskaper som ønsker å oppta lån. Et slikt krav vil i følge Damoradan (2002) bestemmes av følgende faktorer: risikofri rente, konkurrisiko og skattefordel ved bruk av gjeld. For å finne FBUs konkurrisiko må vi se på den syntetiske ratingen som vi har utarbeidet tidligere og sammenligne dette med tabellen som er utarbeidet av Knivsflå(2009). Som vi beregnet har FBU en kredittrating på CCC, noe som i følge tabellen gir en konkurrisiko på 30 prosent de neste 12 månedene og en kredittrisikofaktor på 3.

Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	1000,0000

Tabell. 20 – Konkursannsynlighet

Kilde: (Knivsflå 2009)

For å beregne selskapets kreditrisikopremien benytter vi følgende formel (Knivsflå 2009):

$$\text{Kreditrisikopremie} = r_f * \text{Kreditrisikofaktor}$$

$$3,52\% * 3 = 10,56\%$$

Selskapets gjeldskostnad etter skatt finnes da ved formelen:

$$k_g = (r_f + \text{kreditrisikopremie}) * (1 - 0,28)$$

$$k_g = (3,52\% + 10,56\%) * (1 - 0,28) = 10,13\%$$

Dette må sies å være veldig høyt tall som overgår selskapets egenkapitalkrav på 7,97 prosent, noe som gjør at vi velger å se bort i fra dette. Vi velger derfor å benytte selskapets rapporterte gjennomsnittlige gjeldskostnad som i følge 4. kvartalsrapporten 2010 (Fornebu Utvikling ASA, 2010) er på 5,1 prosent. Dette tallet gjenspeiler da også selskapets faktiske gjeldskostnad.

6.2 Beregning av vektet avkastningskrav (WACC)

Etter å ha estimert FBUs avkastningskrav for egenkapitalen og den rentebærende gjeld må vi nå finne selskapets egenkapital og gjeldsandel. FBU har per 14.04.11 en aksjekurs på 2,45 kr og 830 015 939 aksjer utestående. Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på 2033 539 050 kr. Reformuleringen av balansen som vist i kapittel 4, viser oss at selskapets finansielle gjeld beløper seg til 2688,647 millioner kr. Selskapets total kapital blir da 4722,186 millioner NOK. Gjeldsprosenten for selskapet blir 56,9 mens egenkapitalprosenten blir 43,1.

Vi har nå estimert alle nødvendige tall for å beregne det vektete avkastningskrav etter skatt for FBU. Vi benytter følgende formel (Madura & Fox, 2007):

$$WACC = \frac{E}{V} * k_e + \frac{D}{V} * k_g * (1 - s)$$

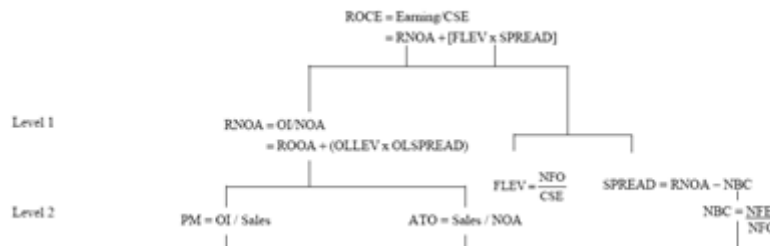
$$WACC = (0,431 * 7,74\%) + (0,569 * 5,1\%) = 6,33\%$$

Selskapet har altså et estimert avkastningskrav for total kapitalen på 6,33 prosent.

Ved beregning av WACC må problemstillingen knyttet til sirkularitet påpekes. For å regne ut markedsverdien til selskapet må man kjenne til WACC, men for å beregne WACC må man igjen kjenne markedsverdien på selskapet.

7. Analyse av FBUs avkastning og vekst i egenkapital

For å illustrere lønnsomheten til FBU på det nåværende tidspunktet har vi valgt å benytte oss av ROCE (Return on common equity). Dette måltallet viser avkastningen på egenkapitalen (Penman, 2010) og inkluderer ikke gjeldsrenter. Det vil således passe bedre enn måltallet totalkapitalrentabilitet i et investororientert perspektiv. Vi vil for å analysere lønnsomheten splitte ROCE opp i to nivåene vist nedenfor.



Figur. 23 – Lønnsomhetsanalyse

Kilde: (Penman 2010)

ROCE finnes ved følgende formel:

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{0,5 * (Ek_t - Ek_{t-1})}$$

ROCE	2007	2008	2009	2010
FBU	-	-51,95 %	-28,75 %	-3,81 %
Bransje	24,61 %	-10,71 %	-3,00 %	-

Tabell. 21 –ROCE

Grunnet manglende selskapsinformasjon har vi ikke beregnet ROCE for bransje i 2010. FBU ble startet i 2007 og vi har derfor ikke mulighet til å beregne ROCE for 2007. I tabellen ser vi at FBU har en negativ avkastning på egenkapitalen på -51,95 prosent i 2008. Dette skyldes store investeringer i oppstartsfasen og negativt driftsresultat. Selskapet har enda ikke kommet skikkelig i gang med driften og boliger har enda ikke blitt solgt. Som vi ser stiger ROCE til -

28,75 prosent i 2009 og -3,81 prosent i 2010. Selskapet utførte i 2008 to emisjoner for å styrke egenkapitalen. Bransjen har de to siste årene hatt en negativ ROCE.

7.1 Dekomponering av ROCE

Vi vil videre dekomponere ROCE som vist i figur 22 (lønnsomhetsanalyse), for å bedre vise de underliggende faktorer som genererer selskapets ulønnsomhet.

7.1.1 Førstegradsanalyse av ROCE

Et selskaps inntjening kan relateres til både drift og finansielle aktiviteter. Ved å dekomponere ROCE kan vi se nærmere på hvordan lønnsomheten fordeles mellom disse aktivitetene. En dekomponering av ROCE skiller også ut effekten av selskapets gjeldsforpliktelser. Videre skriver Penman (2010) at man kan ved en førstegrads oppsplittelse bryte ned ROCE i tre drivere:

1. Driftsrentabilitet - RNOA
2. Finansiell gjeldsgrad - FLEV
3. Driftsrelatert spread - SPREAD

ROCE ligningen blir da:

$$ROCE = RNOA + (FLEV * (RNOA - NBC))$$

$$ROCE = RNOA + (FLEV * SPREAD)$$

Driftsrentabilitet – RNOA: synliggjør selskapets avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler. Man vil med dette måltallet kunne se hvor stor del av avkastningen som genereres av driftsrelaterte aktiviteter. For å finne denne må vi dividere driftsresultat med netto driftsrelaterte eiendeler.

Finansiell gjeldsgrad – FLEV: synliggjør andelen av de netto driftsrelaterte eiendeler som selskapet har finansiert med finansielle forpliktelser. For å finne må vi dividere netto

finansiell gjeld med egenkapital. Dersom selskapet har gjeld vil avkastningen på egenkapital kunne være større enn avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler. I slike tilfeller vil avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler måtte overgå verdien på netto finanskostnader.

Driftsrelatert Spread - SPREAD: synliggjør forskjellen mellom avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler og netto gjeldskostnader. Dersom spread er negativ vil dette redusere avkastningen på egenkapitalen.

Formelen sier kort at et selskap som har finansiell gjeld og en driftsrentabilitet som er høyere enn netto gjeldskostnader etter skatt vil ha en høyere ROCE, utover driftsrentabilitet. Årsaken til denne økningen er at selskapet genererer mer profitt på egenkapitalen dersom netto driftsrelaterte eiendeler er finansiert ved gjeld. Dette forutsetter dog at eiendelene har større inntjening enn gjeldskostnaden. En negativ spread vil føre til en lavere ROCE. Et selskap som er helfinansiert ved hjelp av egenkapital vil ha en ROCE som er lik driftsrentabiliteten.

FBU	2007	2008	2009	2010
ROCE	-	-0,5195	-0,2875	-0,0381
RNOA	-	-0,243	-0,116	-0,018
FLEV	-	1,1049	1,4566	1,1565
SPREAD	-	-0,2508	-0,1180	-0,0172
BRANSJE	2007	2008	2009	2010
ROCE	0,246107	-0,10712	-0,03003	-
RNOA	0,102969	-0,0212	0,004345	-
FLEV	1,995308	23660474	2,883881	-
SPREAD	0,85443	-0,06867	-0,02509	-

Tabell. 22 – ROCE,RNOA,FLEV og SPREAD

Som vi ser ut ifra tabellen har FBU negativ driftsrentabilitet (RNOA) for alle tre årene. Vi ser allikevel at det er en gradvis bedring for hvert år etter oppstart. Avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler har vært negativ i alle år. Dette skyldes i hovedsak de negative driftsresultatene etter skatt. Vi ser dog en markant bedring ettersom driftsresultat har bedret seg betraktelig i 2010. Den finansielle gjeldsgraden økte fra 2008 til 2009 som følge av at selskapet økte sin netto finansielle gjeld i perioden. Fra 2009 til 2010 har den redusert seg.

Selskapet har videre hatt en negativ spread i alle årene, men dette tallet har også bedret seg gradvis for hvert år. Denne negative spreaden har bidratt til å redusere avkastningen på egenkapitalen og har følgelig hatt en gjeld som er ugunstig for konsernet.

7.1.2 Andregradsanalyse(komponering) av ROCE

En andregradsanalyse av ROCE går ut på å identifisere driverne til avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler og netto lånekostnader. Vi benytter i denne sammenheng andregrads dekomponering av ROCE og bryter RNOA ned i følgende komponenter (Penman, 2010):

$$RNOA = ATO * PM$$

ATO = kapitalens omløpshastighet, PM = driftsrelatert profittmargin

Modellen som er bedre kjent som Du Pont modellen (Penman,2010) lar oss dekomponere avkastningen på netto driftsrelaterte eiendeler i driftsrelatert profittmargin (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). PM er et mål på hvor mye selskapet tjener per krone boligsalg. Den fremkommer ved å dividere driftsresultat etter skatt på totalt salg. ATO viser hvor mye salgsinntekter hver krone av netto driftsrelaterte eiendeler generer. Den viser altså netto driftskapitalens evne til å generere salgsinntekter og fremkommer ved å dividere det totale salget på netto driftsrelaterte eiendeler. En bransje med høy ATO indikerer små marginer som f.eks. matvarebransjen som i følge Penman har en gjennomsnittlig omløpshastighet på 7,39. Det motsatte ser vi for shipping bransjen som har en ATO på 0,61 grunnet kapitalintensive investeringer. Nedenfor har vi utarbeidet en tabell som viser PM og ATO for FBU og bransjen.

FBU	2007	2008	2009	2010
PM	-	-1,85056	-0,62808	-0,08386
ATO	-	0,13097	0,184182	0,2165
1/ATO	-	7,635336	5,429412	4,618938
BRANSJE	2007	2008	2009	2010
PM	1,254107	-0,40815	-0,03025	-
ATO	0,083419	0,085853	0,085628	-
1/ATO	11,98768	11,64782	11,67842	-

Tabell. 23 –PM og ATO

Som vi ser har FBU en negativ driftsrelatert profittmargin for alle tre årene. Hovedårsaken til den negative profittmarginen for FBU er igjen de negative driftsresultater etter skatt. I tillegg til dette kommer negativ verdiendring av eiendommer. Vi ser allikevel en markant bedring fra -1,85 i 2008 til -0,08 i 2010. Dette henger sammen med en bedring i driftsresultat etter skatt og positiv verdiendring på eiendom. Bransjen har negative tall å vise til for 2009 og 2008, mens en positiv profittmargin i 2007. Grunnen til at bransjen har en negativ profittmargin de to siste årene er unormale poster som verdiendring i investeringseiendom og nedskrivning av goodwill.

Kapitalens omløpshastighet til FBU har gradvis økt fra 0,125 i 2008 til 0,2165 i 2010. Dette skyldes at selskapet har kommet i gang med salg av boliger og således har fått større inntekter og at varelageret dermed reduseres. Den lave omløpshastigheten fremkommer grunnet store investeringer (eiendomsareal) og relativt lavt driftsresultat. For bransjen har kapitalens omløpshastigheten holdt seg noenlunde lik over hele treårsperioden.

8. Vekstanalyse

Ved å analysere selskapets vekst kan vi senere utarbeide et fremtidsregnskap for FBU (Penman,2010). I en slik analyse vil ikke vekst i selskapets inntekter være et gyldig mål da disse inntektene kan øke uten at det tilføres noen reel form for verdi til selskapet. Vi kan se eksempler på dette når et selskap investerer i et prosjekt som viser seg å ha en lønnsomhet lavere enn avkastningskravet. For å identifisere verdiskapende vekst må vi derfor beregne selskapets superprofitt som er inntjening utover avkastningskravet eller vekst i denne.

Formelen for superprofitt er som følger :

$$\text{Superprofitt} = (\text{ROCE}_t - \text{avkastningskrav til egenkapital}) * \text{EK}_{t-1}$$

Som vi ser er superprofitten satt sammen av egenkapitalrentabiliteten ROCE fratrukket avkastningskravet på egenkapital, multiplisert med størrelsen på alminnelig egenkapital CSE. En økning i superprofitt avhenger derfor enten av en økning i ROCE, eller en økning i alminnelig egenkapital. Vi må altså analysere FBU sin lønnsomhet og vekst i egenkapital.

8.1 Vekst i lønnsomhet

For at vi skal kunne utarbeide en vekstanalyse for lønnsomheten må vi skille ut de unormale regnskapspostene. Som nevnt tidligere er unormale regnskapsposter aktiviteter som forekommer sjeldent og som er vanskelige å predikere for fremtiden. Vi har i kapittel 4 utarbeidet et reformulert regnskap som viser disse postene. Fra dette regnskapet ser vi at postene nedskrivning av goodwill og verdiendring i investeringseiendom regnes som unormale aktiviteter. Vi kan ikke hensyn ta disse aktivitetene ved utarbeidelse av vekstanalysen da disse vil ha en fremtidig verdi lik 0. Vekstanalysen vil fokusere på normale aktiviteter som forekommer ofte og som dermed er lettere å predikere for fremtiden. Vi har også identifisert dirtysurplus poster som heller ikke inngår i vekstanalysen. Dirty surplus postene består av finansielle derivater og valutaeffekter.

Tabell 8 skiller mellom normale og unormale driftsrelaterte poster for FBU. Avkastning på egenkapital blir drevet av eiendelene som er knyttet til drift i selskapet pluss gjeldsgraden multiplisert med spread. For å analysere FBU sin vekst gjennom lønnsomhet må vi derfor se

på disse driverene. I følge Penman (2010), kan man dele opp formelen for RNOA i normale og unormale poster på følgende måte:

$$RNOA = (\text{Normal PM} * ATO) + \frac{\text{Normale andre Operasjonelle inntekter} + \text{Unormale poster}}{NOA}$$

De årlige endringene i RNOA fremkommer av forandrede profittmarginer i fjorårets omløpshastighet, forandringer i omløpshastighet eller ved at normale andre operasjonelle inntekter eller unormale poster endres. Formelen blir som følger:

$$\Delta RNOA_t = (\Delta \text{Normal PM}_t * ATO_{t-1}) + (\Delta ATO_t * \text{Normal PM}_t) + \Delta \frac{\text{Normal andre Operasjonelle inntekter}}{NOA} + \Delta \frac{\text{Unormale poster}}{NOA}$$

Endring RNOA FBU	2010	2009
$\Delta \text{Normal PM} \times ATO$	5,16 %	0,86 %
$\Delta ATO \times \text{Normal PM}$	-0,38 %	-2,12 %
$\Delta(\text{Unormale poster} / NOA)$	4,98 %	-15,19 %
$\Delta RNOA$	9,75 %	-16,45 %

Tabell. 24 – Endring RNOA FBU

Endring RNOA Bransje	2009	2008
$\Delta \text{Normal PM} \times ATO$	2,46 %	-5,58 %
$\Delta ATO \times \text{Normal PM}$	-0,02 %	0,10 %
$\Delta(\text{Unormale poster} / NOA)$	0,11 %	-6,94 %
$\Delta RNOA$	2,55 %	-12,42 %

Tabell. 25 – Endring RNOA Bransje

Tabellen illustrerer at endringen i driftslønnsomhet (RNOA) er negativ fra 2008 til 2009 for FBU. Denne nedgangen skyldes unormale poster mens vi ser at den normale profittmarginen øker for FBU i denne perioden. Videre kan vi se en positiv endring i RNOA for 2009 til 2010. Dette skyldes både positiv normal profittmargin og unormale poster. Omløpshastigheten har for begge årene hatt en nedgang for FBU. Bransjen har hatt en positiv endring i driftslønnsomheten i 2009, som er drevet av en positiv endring i både normal profittmargin og unormale poster. Omløpshastigheten for bransjen har redusert seg noe.

8.2 Endring i egenkapital

For å finne endringen i alminnelig egenkapital må man finne differansen mellom endring i netto driftsrelaterte eiendeler og finansiell gjeld ($\Delta EK = \Delta NOA - \Delta NFO$). Når en skal se på hva som driver superprofitten må man både se på avkastningen til egenkapital og hvor stor andel av egenkapital som genererer avkastningen. For å finne et selskaps behov for alminnelig egenkapital må man derfor se på behovet for investeringer i driftsmidler og hvor mye av dette som finansieres av gjeld. I følge Penman (2010) er salg driveren til netto driftsrelaterte eiendeler og blir derfor også en driver for egenkapitalen. Endringen i egenkapital kan dermed forklares med økning i salg, forandring i netto driftsrelaterte eiendeler eller forandring i netto finansielle forpliktelser. Vi kan derfor skrive om formelen:

$$\Delta EK = \Delta \left(\text{Salg} * \frac{1}{ATO} \right) - \Delta NFO$$

	2008	2009	2010
Driftsinntekter	819868	1025675	1150716
ATO	0,13	0,18	0,22
NOA = Salg / ATO	6259951	5568816	5315090
NFO	3286102	3301940	2850429
EK	2973849	2266876	2464661
Endring NOA		-691135	-253726
Endring NFO		15838	-451511
Endring EK		-706973	197785

Tabell. 26 –Endring egenkapital

Tabellen viser at FBU reduserte sin alminnelige egenkapital med 706 973 NOK fra 2008 til 2009. Dette skjedde til tross for at selskapet hadde en økning i driftsinntekter i samme periode. Reduksjonen i egenkapital kan forklares med at selskapet i løpet av 2008 har foretatt nedskrivninger av eiendommene sine. Netto finansielle forpliktelser økte marginalt med 15 838 NOK i denne perioden. Vi ser at selskapet mellom 2009 og 2010 har hatt en økning i alminnelig egenkapital på 198 170 NOK samtidig som driftsinntektene har økt. Selskapet har i denne perioden utført to påfølgende aksjeemisjoner på totalt 750 millioner NOK som har bidratt til å styrke egenkapitalen. Selskapets finansielle forpliktelser har i denne perioden også blitt redusert med 451 511 NOK.

9. Fremtidsbudsjett

I prognostiseringen av FBUs fremtidsbudsjett vil vi kombinere den strategiske analysen med regnskapsanalysen. Vi vil på denne måten forsøke å estimere utviklingen i selskapets økonomiske poster for fremtiden. Fremtidsbudsjettet vi til slutt kommer frem til vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel. I følge Penman (2010) baseres et fremtidsbudsjett på følgende tre faktorer:

- Driftsinntekter
- Omløpshastighet
- Normal profittmargin

Før disse tallene skal estimeres må vi velge en budsjettthorisont. Det er vanlig å benytte en budsjettperiode på 5-10 år. Dette valget vil ofte avhenge om hvorvidt selskapet oppnår ”steady state” i nærmeste fremtid. Steady state betyr at selskapet har kommet inn i en periode med stabil vekst, nær den generelle økonomien (Penman,2010). Dersom det er lenge til selskapet oppnår steady state må man velge en lenger budsjettthorisont. Har selskapet allerede oppnådd steady state eller ser ut til å oppnå denne i overskuelig fremtid kan man velge en kortere budsjettperiode. FBU har få år bak seg og sliter fremdeles med negative driftsresultat, men vi tror allikevel at selskapet vil oppnå steady state innen fem år og velger derfor å budsjettere frem til 2015.

9.1 Prognose for driftsinntekter

FBUs driftsinntekter består av salgsinntektene fra boligene som blir bygget. For å estimere fremtidig endring i disse salgsinntektene må vi se på boligprisutvikling og antall boliger som blir ferdigstilt. FBU forventer å selge 360 nye boliger i 2011. Statistikk vist i den strategiske analysen viser en årlig prisøkning i det norske boligmarkedet på gjennomsnittlig 6,35 prosent frem mot 2014 (Akershus Eiendom). Osloregionen vil videre ha en vedvarende befolkningsvekst som vil føre til økt etterspørsel etter boliger de neste årene. Styringsrenten skal fortsatt holdes lav men bevege seg mot 5 prosent noe som vil opprettholde etterspørselen etter eie av bolig. FBU har fra 2008 til 2009 hatt en økning på driftsinntekter på 19 prosent og fra 2009 til 2010 en økning på 12,7 prosent. Når vi tar første kvartals salgstall for 2011 og sammenligner med 2010 salgstall ser vi at selskapet ligger an til en vekst i driftsinntekter på rundt 10 prosent. Ettersom et selskap ikke kan vokse seg større enn den normale økonomien

det befinner seg i (Damodaran, 2002), tror vi at veksten i selskapet vil fortsette men at den etterhvert vil flate ut og nærme seg den normale veksten i økonomien på 5,98 prosent. Generell vekst i økonomien finnes ved å legge sammen Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 prosent og den gjennomsnittlige forventede vekst i BNP de neste 4 årene på 3,48 prosent (SSB). Vi velger å videreføre dette gjennomsnittet også i 2015.

Forventet vekst i BNP	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
	3,30 %	3,80 %	3,60 %	3,20 %	3,48 %

Tabell.27 – Vekst i BNP

Vi velger derfor å la vekst i driftsinntekter avta og nærme seg den generelle økonomiske veksten på følgende måte de neste fem årene:

Vekst i driftsinntekter	2011	2012	2013	2014	2015
	10,5 %	10 %	9 %	8 %	7 %

Tabell.28 – Prosentvis vekst i driftsinntekter

For å estimere driftsinntektene over budsjettperioden bruker vi følgende formel:

$$\text{Salgsinntekter}_t = \text{Salgsinntekter}_{t-1} * (1 + g_{\text{salg}})$$

Salgsinntektene over budsjettperioden blir da som følger:

Beløp i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI Prosjekter	1 117 345	1234666	1358133	1480365	1598794	1710710

Tabell.29 – Vekst i driftsinntekter

9.1.2 Prognose for omløpshastighet

Fra lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. ser vi at FBU har hatt en økning i sin kapitalomløpshastighet (ATO) de siste årene på henholdsvis 0,13 i 2008, 0,18 i 2009 og 0,2165 i 2010. For bransjen observerer vi en omløpshastighet som stabiliserer seg på rundt 0,085 de siste to årene. Man kan derfor tenke seg at bransjen har oppnådd ”steady state” og at omløpshastigheten representerer en normal verdi. Vanligvis bør et selskap nærme seg den bransjespesifikke omløpshastighet for kapital, men i og med at vårt bransjeutvalg ikke kan sies å være et ideelt sammenligningsgrunnlag har vi sett på beregninger for det amerikanske markedet. I følge Penman (2010) har byggebransjen i USA en gjennomsnittlig ATO på 2.06. Ettersom dette dreier seg om entreprenørselskap som hovedsakelig fokuserer på utbygging vil heller ikke dette tallet være et ideelt sammenligningsgrunnlag da slike selskap ikke vil ha like store investeringer som et eiendomsutviklingselskap som har store deler kapital bundet i eiendomsarealer. Dersom vi ser på beregninger som China analyst har utført for de ti kinesiske eiendomsselskapene med høyest ROE i 2010, får vi en gjennomsnittlig ATO på 0,944.

Rank	Selskap	ATO	ROA
1.	DJSP Enterprises Inc	5,37	61,93 %
2.	China HGS Real estate Inc	0,76	29,37 %
3.	China Oumei Real Estate Inc	0,77	13,16 %
4.	HFF, Inc	0,53	7,79 %
5.	Alto Palermo S.A	0,36	7,15 %
6.	LoopNet Inc	0,46	7,07 %
7.	W.P Carey & Co. LLC	0,23	6,44 %
8.	E-House (China) Holdings Limited	0,25	6,36 %
9.	IRSA Inversiones Representaciones (ADR)	0,25	5,96 %
10.	China Housing & Land development Inc	0,46	4,78 %
Gjennomsnitt		0,944	15,00 %
FBU		0,2165	-1,20 %

Tabell.30 – ATO Kinesiske eiendomsselskap

Kilde: (Cnanalyst, 2011)

I følge Morningstar (2011) har eiendomsbransjen på S&P en gjennomsnittlig en ATO på 0,8. Bedrifter som har investert mye i anleggsmidler (tungindustri) har ofte en lav omløpshastighet i forhold til kapitalen (Boye, Heskestad & Holm, 2004). Ut i fra dette vil derfor FBU øke sin

ATO gradvis ettersom varelageret bestående av eiendommer ”brukes opp”. Varelageret har fra 2008-2009 og 2009-2010 redusert seg med henholdsvis 12,6 og 10,6 prosent. Vi velger derfor å anta at selskapet reduserer sitt varelager med 10 prosent årlig de neste fem årene og har ikke tatt hensyn til eventuelle fremtidige oppkjøp eller salg av tomteområder.

9.1.3 Prognose for Normal profittmargin

For å finne FBUs profittmargin benytter vi følgende formel fra Penman (2010):

$$PM_t = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Som vi har sett i den strategiske analysen vil FBUs byggekostnader være relatert til den langsiktige avtalen med Selmer ASA (Skanska Norge AS). Denne avtalen sikrer at utbyggingen utføres til markedsvilkår. Vi antar derfor at selskapets driftskostnader vil øke i takt med inflasjonen på 2,5 prosent frem til 2015. Skattesatsen er på 28 prosent gjennom hele perioden. Vi får da følgende fremstilling av selskapets profittmargin over budsjettperioden.

Beløp i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI Prosjekter	1 117 345	1234666,225	1358132,848	1480364,804	1598793,988	1710709,567
Driftskostnader	-1 284 810	-1316930,25	-1349853,506	-1383599,844	-1418189,84	-1453644,586
Avskrivninger	-1907	-2107,235	-2317,9585	-2526,574765	-2728,700746	-2919,709798
Normalt DR f.s	-169 372	-84 371	5 961	94 238	177 875	254 145
Skattekost drift	-47424,16	-23623,9528	1669,18717	26386,74783	49805,12525	71160,676
Normalt DR e.s	-121 948	-60 747	4 292	67 852	128 070	182 985
Normal PM	-10,91 %	-4,92 %	0,32 %	4,58 %	8,01 %	10,70 %

Tabell.31 – Profittmargin

10. Fundamental verdsettelse av FBU

Vi vil nå utføre en fundamental verdsettelse av FBU ved hjelp av superprofittmodellen og total kapitalmetoden. Begrunnelse for valg av modell fremgår i kapittel.3. Grunnlaget for verdsettelsen vil være fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i forrige kapittel samt WACC.

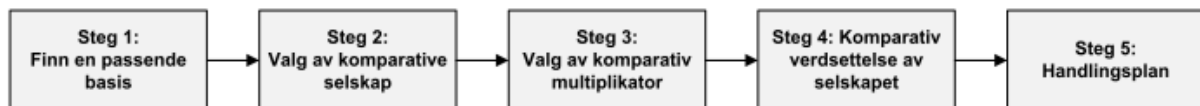
Beløp i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normalt DR e.s	-121 948	-60 747	4 292	67 852	128 070	182 985
Normal PM	-10,91 %	-4,92 %	0,32 %	4,58 %	8,01 %	10,70 %
NOA	4713949	4208638,08	3751211,148	3337881,569	2964638,145	2627929,958
ATO		0,2934	0,3621	0,4435	0,5393	0,6510
RNOA		-0,0136	0,0011	0,0191	0,0406	0,0654
ReOI(6,33%)		-362581	-261868	-165644	-75633	6340
Diskonteringsrate		1,0633	1,1306	1,2022	1,2783	1,3592
NPV av ReOI		-340996	-231617	-137787	-59168	4664
Total NPV til 2015	-764903,4434					
Fremskrivingsverdi	1412391,047					
Selskapsverdi	5361436,604					
Netto finansielle forpliktelser	-2689417					
Verdi egenkapital	2672019604					
Antall aksjer	830015939					
Verdi per aksje	kr 3,22					

Tabell.32 – Fundamental verdsettelse

I beregningene har vi tatt utgangspunkt i fremtidsbudsjettet. Vi har videre lagt til avkastningskravet (WACC) vi beregnet i kapittel.6 på 6,33 prosent og en generell økonomisk vekst på 5.98 prosent. Vi ser da at vi får en estimert verdi på egenkapitalen som ligger på 2672 019 604 kr. Når denne verdien deles på antall aksjer får vi en estimert aksjepris på 3,22 NOK. Aksjen omsettes per 14.04.2011 på Oslo børs for 2.45 og er derfor ut ifra vårt estimat underpriset. Det vil være stor usikkerhet knyttet til denne aksjeverdien og små endringer i budsjettdriverne som ligger bak beregningen vil kunne endre prisen. Vi vil derfor utføre en sensitivitetsanalyse i kapittel 12 for å se hvor sensitiv den estimerte aksjekursen er for endringer i forutsetningene som er tatt.

11. Komparativ verdsettelse av FBU

Komparativ verdsettelse er en mindre komplisert form for verdsettelse som i følge Damodaran (2002) kan benyttes som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Denne formen for verdsettelse baserer seg på sammenlikning av aksjeverdien på tilsvarende selskap eller eiendeler. Knivfslå har utarbeidet følgende rammeverk for komparativ verdsettelse:



Figur.24 – Rammeverk komparativ verdsettelse

Kilde: (Knivfslå, 2009)

11.1 Valg av basis

Ved å benytte en multiplikatormodell kan man finne verdien på det aktuelle selskapet ved å multiplisere en skaleringsfaktor med en multiplikator. Multiplikatorene som oftest blir benyttet ved komparativ verdsettelse er P/E, P/B og P/S. P/E multiplikatoren beregnes på bakgrunn av selskapets årsresultat og passer derfor ikke til selskaper med negativt resultat (Penman, 2010). Vi velger derfor å benytte multiplikatorene P/B (Pris/Bok) og P/S (Pris/Salg) i vår komparative verdsettelse, ettersom disse begge kan benyttes på selskap med negativt resultat. Ved bruk av P/B multiplikator ser man på selskapets pris i forhold til den balanseførte egenkapitalen per aksjer. Det er i den sammenheng viktig at selskapene man sammenlikner bruker samme regnskapsstandard (Damodaran, 2002). Multiplikatoren P/S ser på prisen som et forhold mellom prisen på selskapet og salg. Den blir lite påvirket av regnskapsstandard og kan derfor benyttes på tvers av selskaper. Den blir ofte benyttet for å verdsette selskaper som er nyoppstartet eller har negativt resultat.

11.1.1 Valgt av komparative selskap

Det har som tidligere nevnt vært vanskelig å finne selskaper som er godt sammenlignbare med FBU og som omsettes på Oslo børs. Vi har derfor valgt å bruke selskapene på Oslo Børs

eiendomsindeks. Alle selskap har utarbeidet sine regnskap i samsvar med IFRS og er derfor sammenlignbare med tanke på P/B multiplikatoren.

11.1.2 Valg av komparativ multiplikator

Vi benytter oss av aksjekursene på Oslo børs den 14.04.2011 og regnskapstall fra 4. kvartals rapportene for de sammenlignbare selskap.

P/B multiplikatoren defineres ved følgende formel:

$$P/B = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført Egenkapital per aksje}}$$

Den estimerte aksjeverdien finnes videre ved formelen:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{((P/B) * \text{Balanseført Egenkapital})}{\text{Antall Aksjer}}$$

P/S multiplikatoren defineres ved følgende formel :

$$P/S = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Antall aksjer}}$$

Den estimerte aksjeverdien finnes videre ved formelen:

$$\text{Estimert aksjeverdi} = \frac{((P/S) * \text{Salgsinntekter})}{\text{Antall Aksjer}}$$

11.2 Komparativ verdsettelse

	Markedsverdi	Egenkapital	Salgsinntekter	P/B	P/S
Norwegian Property ASA	5085,69	4988,595	1025,114	1,019463	4,961097
Faktor Eiendom ASA	203,66	679,1	657,2	0,299897	0,30989
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	9473,63	9654,935	1744,997	0,981222	5,429024
Northern Logistic Property ASA	891,52	1399,167	380,701	0,637179	2,341785
Gjennomsnitt	3913,625	4180,44925	952,003	0,73444	3,260449
FBU	1983,12	2232,3	1150,7	0,888375	1,723403

Tabell.33 – Komparativ verdsettelse

Kilde: (NPRO, OLT, NLPR, FAKTOR, 4. kvartals rapporter)

Ut i fra fremstillingen ovenfor får vi en P/B multiplikator for bransjen på 0,816. Ved å bruke formelen får vi da en estimert aksjeverdi for FBU på 2,19 NOK

$$\frac{(0,816 * 22323000000)}{830015939} = 2,194 \text{ NOK}$$

P/S multiplikatoren for bransjen er på 3,26. Dette gir en estimert aksjeverdi på 4,5 NOK

$$\frac{(3,26 * 11507000000)}{830015939} = 4,5 \text{ NOK}$$

Ved å vekte disse estimatene får vi en estimert aksjeverdi på 3,35 NOK.

$$(0,5 * 2,194) + (0,5 * 4,5) = 3,35 \text{ NOK}$$

11.3 Handlingsplan

Verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen er på 3,35 NOK sammenlignet med den oppgitte aksjeverdien på 2,45 NOK fra Oslo Børs. Ut i fra dette estimatet vil aksjen være undervurdert i forhold til markedet og man vil anbefale kjøp.

11.4 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Verdiestimatet vi kommer frem til i den komparative verdsettelsen ligger altså over omsetningsverdien på Oslo børs og over våre beregninger fra den fundamentale verdsettelsen i forrige kapittel. Dette estimatet underbygger dog funnet fra den fundamentale verdsettelsen om at FBUs aksje er underpriset på Oslo Børs.

12. Sensitivitetsanalyse

Aksjeverdien vi beregnet basert på den fundamentale verdsettelsen på 3,22 NOK for FBU er veldig usikker. De budsjett drivere og krav som er benyttet er våre estimat som baserer seg på analyser og teori. For å synliggjøre denne problematikken vil vi nå utføre en sensitivitetsanalyse som ved å endre kritiske budsjett- og verdi drivere viser utslaget på den estimerte aksjeverdien (Knivsflå 2009). I følge Stickney, Brown og Wahlen (2004) er økonomiens langsiktig vekstrate og avkastningskrav på totalkapitalen de mest kritiske av budsjett drivere. Vi vil i tillegg til disse analysere endringer i driftsinntektene til FBU og den risikofrie renten.

12.1 Endring i FBUs langsiktig vekstrate og WACC

I våre beregninger har vi tatt utgangspunkt i en langsiktig økonomisk vekstrate på 5,98 prosent og et avkastningskrav på totalkapitalen til FBU på 6,23 prosent. Vi vil nå illustrere hvordan en positiv/negativ årlig forandring med intervaller på 0,5 prosentpoeng i økonomisk vekst og avkastningskrav vil påvirke den estimerte aksjeverdien.

Langsiktig vekstrate									
Avkastningskrav	3,98 %	4,48 %	4,98 %	5,48 %	5,98 %	6,48 %	6,98 %	7,48 %	7,98 %
4,83 %	kr 7,71	kr 16,23	-kr 32,04	-kr 6,05	-kr 2,66	-kr 1,32	-kr 0,61	-kr 0,17	kr 0,14
5,33 %	kr 4,28	kr 5,81	kr 11,73	-kr 21,81	-kr 3,75	-kr 1,40	-kr 0,47	kr 0,03	kr 0,34
5,83 %	kr 2,69	kr 3,09	kr 3,98	kr 7,39	-kr 11,96	-kr 1,54	-kr 0,18	kr 0,36	kr 0,64
6,33 %	kr 1,77	kr 1,84	kr 1,95	kr 2,22	kr 3,22	-kr 2,47	kr 0,60	kr 0,99	kr 1,15
6,83 %	kr 1,16	kr 1,10	kr 1,01	kr 0,86	kr 0,51	-kr 0,80	kr 6,67	kr 2,64	kr 2,12
7,33 %	kr 0,73	kr 0,62	kr 0,46	kr 0,22	-kr 0,20	-kr 1,13	-kr 4,68	kr 15,47	kr 4,62
7,83 %	kr 0,41	kr 0,28	kr 0,10	-kr 0,15	-kr 0,60	kr 1,22	-kr 2,70	-kr 8,42	kr 23,95

Tabell. 34 – Sensitivitetsanalyse 1

Som vi ser ut ifra sensitivitetsanalysen ovenfor har vi endret avkastningskravet fra 4,83 til 7,83 prosent. Den langsiktige veksten endres fra 3,98 til 7,98 prosent. Ved å gjøre dette ser vi at små endringer i variablene gir relativt store utslag på den estimerte aksjeverdien. Negative aksjeverdier vil ikke forekomme i realiteten men dette illustrerer allikevel hvor sensitivt verdiestimatet vårt er i forhold til små endringer. Dersom avkastningskravet økes med 0,5 prosent og langsiktig vekst holdes uendret, ser vi at aksjens verdi blir 0,51 kr. Ved en reduksjon i langsiktig vekstrate på 0,5 prosent og en reduksjon i avkastningskrav på 0,5 prosent, observerer vi en mer enn doubling av aksjeestimatet til 7,39 kr. Merk de estimat hvor langsiktig vekst overstiger avkastningskrav vil ikke være relevante.

12.2 Endring i FBUs inntekter

I fremtidsbudsjettet har vi tatt utgangspunkt i en fortsatt økning i driftsinntektene de neste fem årene men at den prosentvise veksten gradvis nærmer seg den langsiktige økonomiske veksten som består av forventet inflasjon på 2,5 prosent og forventet BNP på 3,48 prosent. Dette gjøres ettersom et selskap i et langsiktig perspektiv vil vokse i takt med den generelle økonomien (Damodaran, 2002). Våre antakelser er gjort basert på de siste års vekst i FBUs driftsinntekter og vil nå analyse hvordan små endringer i disse vurderingene vil påvirke den estimerte verdien på selskapets aksje. I analysen vil vi endre de årlige driftsinntektene med inntil 20 prosent i både positiv og negativ retning for hele analyseperioden.

Prosentvis endring DI	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Estimert aksjeverdi	-kr 20,46	-kr 15,40	-kr 9,90	-kr 3,71	kr 3,22	kr 10,57	kr 18,05	kr 24,12	kr 33,40

Tabell. 35 – Sensitivitetsanalyse 2

Som vi ser fra tabellen vil en positiv endring på 5 prosent gi mer enn en tredobling av vårt opprinnelige verdiestimat. Selskapet er også veldig sensitivt for en negativ endring og vil ved en reduksjon på 5 prosent få en aksjepris som er negativ. Negativ aksjepris vil i realiteten ikke være mulig, men dette illustrerer hvor sensitivt selskapet er for en negativ endring i driftsinntekter.

12.3 Endring i risikofri rente

Den risikofrie renten vil være en sensitiv variabel for selskapet ettersom den påvirker både egenkapital og gjeldsavkastningskrav. En endring i denne variabelen vil videre få konsekvenser for selskapets avkastningskrav (WACC). Vi vil også her undersøke hvordan en årlig forandring av den risikofrie renten på inntil 20 prosent i positiv eller negativ retning vil merkes på verdiestimatet.

Prosentvis endring RF	-20 %	-10 %	0 %	10 %	20 %
Estimert aksjeverdi	kr 8,22	kr 5,05	kr 3,22	kr 2,20	kr 1,46

Tabell. 36 – Sensitivitetsanalyse 3

Som vi kan se ut i fra tabellen over, vil verdiestimatet mer enn halvere seg, ved en økning på 20 prosent i risikofri rente. Ved en reduksjon på 20 prosent vil aksjeestimatet øke til 8,22 kr. Aksjen er altså veldig sensitiv i forhold til svingninger i den risikofrie renten.

13. Oppsummering

Den strategiske analysen har gitt oss en grundig oversikt over FBUs kjernevirksomhet samt markedet de operer i. Selskapets hovedfokus på Fornebu ligger i et attraktivt område med økende etterspørsel etter boliger hvor Oslo-regionen vil ha en betydelig befolkningsvekst i overskuelig fremtid. Vi konkluderte med at FBU har et konkurransefortrinn på bakgrunn av deres attraktive eiendomsarealer i et område med økende befolkningsvekst.

Eiendomsmarkedet er svært utsatt for makroøkonomiske endringer som utlånsrente, sysselsetting og befolkningens kjøpekraft. Det meste tyder på videre økt vekst i den norske økonomien, noe som vil bidra til å opprettholde etterspørselen etter boliger. Vi konkluderte videre med at finanskrisen rammet FBU og resten av eiendomsbransjen relativt hardt, men at man i ettertid kan se klare tegn på økte eiendomspriser og flere solgte enheter. Dette mener vi viser optimisme i markedet som FBU vil nyte godt av. Det skal dog sies at uroen ikke er over, noe man må ta hensyn til.

Regnskapsanalysen har vist oss at selskapet har slitt med negative driftsresultater i alle årene etter oppstart. Årsaken til dette er verdiendring i eiendom og nedskrivning av goodwill. Utviklingsperioden for boligområder er estimert til 12-18 måneder og regnskapene vil i denne perioden bære preg av store utgifter og få inntekter. FBU har hatt en positiv finansiell utvikling, noe som gjenspeiles i de fleste økonomiske nøkkeltall. Basert på dette tror vi at selskapet vil kunne skape superprofitt i løpet av budsjetthorisonten for fremtidsbudsjettet.

Grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen har vært den strategiske og regnskapsmessige analysen av selskapet. Den viser blant annet at selskapet i løpet av 2012 vil ha et positivt driftsresultat. Vi kommer videre frem til en estimert aksjeverdi på 3,22 NOK. Dette estimatet støttes av den komparative verdsettelsen som gav oss en aksjeverdi på 3,35 NOK. I sensitivitetsanalysen så vi at aksjeestimatet vårt var svært følsomt for små endringer i avkastningskravet, den generelle økonomiske veksten, driftsinntekter og den risikofrie renten.

14 Handlingsplan

Hovedmålet med denne utledningen har vært å estimere Fornebu Utvikling ASA sin virkelige verdi på selskapets egenkapital. Dette har blitt gjort igjennom et investororientert perspektiv, for å vurdere om man bør anbefale kjøp eller salg av aksjen. Vi har benyttet to forskjellige verdsettelsesteknikker som begge undervurderer selskapets aksjekurs. Den fundamentale verdsettelsen gav oss en estimert aksjeverdi på 3,22 NOK. Dette estimatet er 24 prosent høyere enn selskapets aksjekurs på verdsettelsestidspunktet. Den komparative verdsettelsen gav oss et enda høyere estimat på 3,35 NOK.

Det vil være naturlig å anbefale kjøp av en aksje som er underpriset og salg av en som er overpriset. Etersom våre estimat tilsier at aksjen er underpriset vil vi anbefale kjøp. Det vil dog være knyttet en del usikkerhet rundt en slik verdsettelse og estimatet vil være sensitivt for makroøkonomiske endringer. Vi ønsker å redusere denne usikkerheten ved å lage et intervall rundt verdiestimatet på +/- 10 prosent. Nedre intervall blir da på 2.93 NOK og øvre intervall på 3,54 NOK. Dersom kursen er innenfor dette intervallet vil det være vanskelig å komme med en sikker anbefaling. I vårt tilfelle vil kun det nedre intervallet være av interesse for investor.

Selv med et 10 prosent intervall vil vårt verdiestimat være høyere enn kursen på Oslo Børs. Vi vil derfor anbefale kjøp av aksjen.

Referanseliste

Bøker

Barney, J. (2002) *Gaining and sustaining competitive advantage*. Upper Sadle River N.J: Prentice Hall.

Barney, J. Clark. D. *Resource-Based Theory. Creating and Sustaining Competitive Advantage*. Oxford: Oxford University Press.

Boye, K. Heskestad, T. Holm, E. (2004) *Kostnads- og inntekstanalyse*. Oslo: Universitetsforlaget

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdahl, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk forlag.

Damodaran, A. (2002) *Investment valuation : tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: Wiley.

DiPasquale , D. Wheaton, W. (1996) *Urban economics and real estate markets*. Englewood Cliffs, N.J. : Prentice Hall

Hawkins, D. F. (1997) *Corporate Financial Report And Analysis: Text and Cases*. Boston: Mcgraw-Hill.

Hoff, K. G. (2002) *Bedriftens økonomi*. Oslo: Universitetsforlaget.

Koller, T., Copeland, T.E., Wessels, D., & Goedhart, M. (2005) *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J: Wiley.

Kristoffersen, T. (2002) *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.

Madura, J. Fox, R. (2007) *International financial management*. London: Thomson Learning.

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V. L. (2000) *Business analysis & valuation: using financial statements*. Mason, Ohio: South-Western College Pub.

Peiser, R. Frej, A. (2003) *Professional real estate development: The uli guide to business*. Washington D.C. :Urban Land Institute.

Penman, S.H. (2010) *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass: McGraw-Hill.

Roos, G. Krogh, G. Roos, J. Boldt-Christmas, L. (2010) *Strategi: en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget

Salaman, G. & Asch, D. (2003) *Strategy and capability: Sustaining organizational change*. Oxford: Blackwell Publication.

Stickney, C. Brown, P.R. Wahlen, J.M.(2004) *Financial reporting and statement analysis : a strategic perspective*. Mason, Ohio: South-Western.

Nettsider

Aftenposten, Jeanette Sjøberg. (28.02.2011) *Dyre Boliger går unna*. Lastet 28. februar 2011, fra (<http://www.aftenposten.no/bolig/boligokonomi/article4044592.ece>)

Akershus Eiendom.(17.03.2011) *The Norwegian Commercial Property Market*. Lastet ned 11. April 2011, fra <http://www.akershus-eiendom.no/markedsrapporter/>

Akershus fylkeskommune (24.06.2010) *Sterk befolkningsvekst i Akershus og Oslo*. Lastet 24.april 2011, fra http://www.akershus.no/tema/Statistikk/Befolkning/?article_id=39992

Arbeiderpartiet (10.04.2011) *Uttalelser andre politiske saker*. Lastet ned 26. april 2011, fra http://arbeiderpartiet.no/content/download/29215/442227/version/1/file/Uttalelser_andresaker.pdf

Arbeidsdepartementet (05.04.2011) *Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2011*. Lastet fra http://www.regjeringen.no/upload/AD/publikasjoner/rapporter/2011/TBU_2011_endelig.pdf

Bloomberg, Bob Willis. (01.08.2009) *U.S Recession Worst Since Great Depression, Revised Data Show*. Lastet 04.april 2011, fra <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aNivTjr852TI>

Bloomberg (2011) *Snapshot – Fornebu Utvikling ASA*. Lastet 23.mars 2011, fra <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=FBU:NO>

Budstikka, Marit Helland. (16.02.2011) *Fornebu Utvikling kvitter seg med alt av næring*. Lastet 28. februar 2011, fra <http://www.budstikka.no/konomi/fornebu-utvikling-kvitter-seg-med-alt-av-nering-1.6035584?localLinksEnabled=false>

Byggeindustrien, NTB. (13.10.2009) – *Endret boligskatt gir ikke lavere boligpris*. Lastet 03.april 2011, fra <http://www.bygg.no/id/47512>

Båtboer (2011) Lastet 28.mars 2011, fra <http://www.batboer.no/>

Cnalyt (17.03.2011) *Top 10 Real Estate Stocks with Highest Return on Assets*. Lastet 28.mars 2011, fra <http://www.cnalyt.com/2011/03/top-10-real-estate-stocks-with-highest-return-on-assets-djsp-sfun-hgsh-omei-bam-loop-bpo-apsa-wpc-hf.html>

Faktor Eiendom ASA. (2011) 4. kvartal 2010. Lastet ned 14. april 2011, fra http://ir.asp.manamind.com/products/html/companyDisclosuresArchive.do?key=faktor_std&lang=no&referenceId=FAKTOR-http%3a%2f%2fwww.newsweb.no%2findex.jsp%3fmessageId%3d276882

Finansdepartementet (2007) (18. juni 2007) *Direkte og indirekte investeringer*. Lastet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2007-2008/stmeld-nr-1-2007-2008-9.html?id=483066>

Finansdepartementet (2009) (Oktober 2009) *Nasjonalbudsjettet 2010*. Lastet ned 03. april 2011, fra <http://www.regjeringen.no/pages/2249931/PDFS/STM200920100001000DDDPDFS.pdf>

Fornebu Utvikling ASA. (2011a) *Om selskapet*. Lastet ned 05.april 2011, fra <http://www.fornebuutvikling.no/om-selskapet/category123.html>

Fornebu Utvikling ASA. (2009a) *Årsregnskap 2009*. Lastet, fra http://www.fornebuutvikling.no/getfile.php/Fornebu%20Boligspare/Filer/100255_Fornebu_Utvikling_%C3%85rsregnskap_2009.pdf

Fornebu Utvikling ASA. (2011b) *20 største aksjonærer*. Lastet ned 10. januar 2011, fra <http://www.fornebuutvikling.no/20-stoerste-aksjonaerer/category160.html>

Fornebu Utvikling ASA. (2010) *4. kvartal 2010*. Lastet ned 14. mars 2011, fra http://www.fornebuutvikling.no/getfile.php/SPDE/FBU%20Q410_NO%20FINAL.pdf

Fornebu Utvikling ASA (2011) *Salgsrapport for første kvartal*. Lastet 05. april 2011, fra http://cws.huginonline.com/F/137613/PR/201104/1503367_1_1.html

Highbeam Business (2011) *Operators of Residential Mobile Home Sites*. Lastet 28. Mars 2011, fra <http://business.highbeam.com/industry-reports/finance/operators-of-residential-mobile-home-sites>

Morningstar (2011) *Morningstar Report*. Lastet 30.april 2011, fra <http://quicktake.morningstar.com/stocknet/printreport.aspx?symbol=FBU&country=NOR&culture=en-US>

NEF (2011) *Boligprisstatistikk*. Lastet 28. mars 2011, fra <http://www.nef.no/xp/pub/topp/boligprisstatistikk>

NGBC (27.10.2010) Dette er Norwegian Green Building Council. Lastet 28.mars 2011, fra <http://www.ngbc.no/index.php?q=content/dette-er-norwegian-green-building-council>

Norges Bank (2011) *Pengepolitisk rapport*. Lastet fra http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf

Norsk VVS. Hilde Kari Nylund. (14.04.2011) –Kortvarig trend. Lastet 19.april 2011, fra <http://www.norskvvs.no/article/20110414/NYHETER/110419984/1014&ExpNodes=1003>

Northern Logistic Property ASA. (2011) *4. kvartal 2010*. Lastet ned 14. april 2011, fra <http://hugin.info/137677/R/1489917/425502.pdf>

Norwegian Property ASA (2009) *Årsrapport 2009*. Lastet ned 17. januar 2011, fra <http://hugin.info/136749/R/1403063/357446.pdf>

Norwegian Property ASA. (2011) *4. kvartal 2010*. Lastet ned 14. april 2011, fra <http://hugin.info/136749/R/1490321/425894.pdf>

NOU 2000:18 (2000) *Skattlegging av petroleumsvirksomheten*. Lastet 03.mai 2011, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2000/nou-2000-18/16.html?id=359951>

NOU 2011:1 (2011) *Bedre rustet mot finanskriser*. Lastet fra <http://www.regjeringen.no/pages/15296179/PDFS/NOU201120110001000DDDPDFS.pdf>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA (2009) *Årsrapport 2009*. Lastet ned 17. januar 2011, fra <http://www.olavthon.no/Documents/%c3%85rsrapporter/%c3%85rsrapport%20OTE%202009web.pdf?epslanguage=no>

Olav Thon Eiendomsselskap ASA. (2011) *4. kvartal 2010*. Lastet ned 14. april 2011, fra <http://www.olavthon.no/Documents/%C3%85rsrapporter/OTE-Q4-10-Norsk.pdf?epslanguage=no>

Oslo Børs (2011). *Oslo Børs – Statsobligasjoner*. Lastet januar 2011, fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/bondList?newt_list=NS&newt_menuCtx=1.2.NS

Oslo Børs (2011). *Oslo Børs - Kursutvikling – FBU*. Lastet ned 14.april 2011, fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockData?newt_ticker=FBU&newt_menuCtx=1.1.18

Oslo kommune (2008). *Oslo mot 2025*. Lastet ned 13.mars 2011, fra [http://www.byrådsavdeling-for-finans-og-naring.oslo.kommune.no/getfile.php/byrådsavdeling%20for%20finans%20\(FIN\)/Internett%20\(FIN\)/Dokumenter/Kommuneplan%20vedtatt_2008_uten%20kart.pdf](http://www.byrådsavdeling-for-finans-og-naring.oslo.kommune.no/getfile.php/byrådsavdeling%20for%20finans%20(FIN)/Internett%20(FIN)/Dokumenter/Kommuneplan%20vedtatt_2008_uten%20kart.pdf)

PHIUS (2011) *What is a passive house?* Lastet 28.mars 2011, fra <http://www.passivehouse.us/passiveHouse/PassiveHouseInfo.html>

Plan og bygningsloven. (2008) *Lov om planlegging og byggesaksbehandling*. 27.06.2008. Lastet fra http://www.lovdatab.no/cgi-wif/wiftdles?doc=/app/gratis/www/docroot/ltavd1/filer/nl-20080627-071.html&emne=omr%E5deregulering*%26#12-2

Regnskapsloven.(2005) *Kongruensprinsippet*. Lastet fra <http://www.lovdatab.no/all/tl-19980717-056-004.html#4-3>

SSB (2011) *Konjunkturer - statistikk, analyser og prognoser*. Lastet 25.mars 2011, fra <http://www.ssb.no/emner/08/okind/main.shtml>

SSB (2011) *Byggekostnadsindeks*. Lastet 12. mai 2011, fra <http://www.ssb.no/bkibol/fig-2011-05-12-01.html>

SSB (2010) *Befolkningsvekst rundt Oslo*. Lastet 24.april 2011, fra <http://www.ssb.no/samfunnsspeilet/utg/201005/02/>

SSB 2009 (01.10.2009) *Nær halvparten I Oslo har høyere utdanning*. Lastet 24. april 2011, fra <http://www.ssb.no/utniv/>

S&P 2010 (28.12.2010) *U.S. Home Prices Weaken Further as Six Cities Make New Lows* lastet 24.april 2011, fra <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/eu/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->

S&P 2011 (22.02.2011) *National Home Prices Are Close to the 2009Q1*. Lastet 24. April 2011, fra <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/eu/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->

Artikler

Flåøyen, L. (2007). Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom. *Praktisk økonomi & finans*(4), 29-38.

Hjorthol, R. Lian J. I. (2004) *Samfunnsmessige trender - betydning for mobilitet og transport i storbyområdet*. TØI 718/2004. Lastet fra <http://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2004/718-2004/718-rapport.pdf>

Thomson, T.V. (2007). Eiendom og finansiell strategi. *Praktisk økonomi & finans*(3), 68-79

Undervisningsmaterieell

Knivsflå, K. H. (2009). Forelesningsplansjer. Upubliserte forelesningsplansjer

Vedlegg 1 : Beta

Dato	FBU	OSEBX	Avk FBU	Avk OSEBX	Varians	Kovarians
mar.11	2,15	443,14	-8,51 %	2,99 %	0,000894695	-0,002545655
feb.11	2,35	430,27	7,80 %	-2,15 %	0,000463776	-0,00167937
jan.11	2,18	439,74	0,00 %	7,82 %	0,006109623	0
des.10	2,18	407,86	7,39 %	-0,21 %	4,5307E-06	-0,000157282
nov.10	2,03	408,73	6,84 %	6,80 %	0,004618685	0,004649957
okt.10	1,9	382,72	6,74 %	4,99 %	0,002492872	0,003365978
sep.10	1,78	364,52	-1,11 %	-1,39 %	0,000192599	0,0001542
aug.10	1,8	369,65	12,50 %	16,28 %	0,026511531	0,020352952
jul.10	1,6	317,89	-20,00 %	-7,67 %	0,00588798	0,015346635
jun.10	2	344,31	-5,66 %	-10,65 %	0,011342374	0,006028335
mai.10	2,12	385,35	6,53 %	0,06 %	3,56667E-07	3,90141E-05
apr.10	1,99	385,12	11,80 %	7,02 %	0,004923019	0,008277802
mar.10	1,78	359,87	17,11 %	-1,10 %	0,000122043	-0,001889669
feb.10	1,52	363,89	-1,30 %	-4,28 %	0,001831649	0,000555815
jan.10	1,54	380,16	0,65 %	6,26 %	0,003923959	0,000409422
des.09	1,53	357,75	-8,93 %	7,76 %	0,006020627	-0,00692792
nov.09	1,68	331,99	27,27 %	4,11 %	0,001692935	0,011221444
okt.09	1,32	318,87	13,79 %	7,01 %	0,0049198	0,009674661
sep.09	1,16	297,97	0,00 %	-2,47 %	0,00061226	0
aug.09	1,16	305,53	-27,50 %	6,05 %	0,003655776	-0,01662733
jul.09	1,6	288,11	-23,44 %	-2,99 %	0,000895964	0,007017705
jun.09	2,09	297	-11,44 %	11,64 %	0,013552555	-0,013318716
mai.09	2,36	266,03	63,89 %	16,70 %	0,027889996	0,10669635
apr.09	1,44	227,96	-8,86 %	10,74 %	0,011536544	-0,009517192
mar.09	1,58	205,85	-38,76 %	-5,07 %	0,002573158	0,01966136
feb.09	2,58	216,85	-15,13 %	-9,36 %	0,008758719	0,014161346
jan.09	3,04	239,24	-44,63 %	17,99 %	0,032370178	-0,080290893
des.08	5,49	202,76	-17,69 %	-25,56 %	0,065344715	0,045223212
nov.08	6,67	272,39	-28,82 %	-11,72 %	0,01372757	0,033761443
okt.08	9,37	308,54	11,02 %	-13,66 %	0,018669697	-0,015055984
sep.08	8,44	357,37	-45,97 %	-11,89 %	0,014144816	0,054669117
aug.08	15,62	405,61	-2,62 %	-6,91 %	0,004778318	0,001810016
jul.08	16,04	435,73	-20,83 %	-12,92 %	0,016693107	0,026911729
jun.08	20,26	500,38	-7,36 %	5,07 %	0,002567111	-0,003729919
mai.08	21,87	476,25	0,60 %	10,48 %	0,010990292	0,000626886
apr.08	21,74	431,06	-4,65 %	2,78 %	0,000774293	-0,001293671
mar.08	22,8	419,39	34,99 %	3,84 %	0,001470805	0,013419471
feb.08	16,89	403,9	-25,92 %	-16,97 %	0,028791903	0,043983301
jan.08	22,8	486,44	1,88 %	1,46 %	0,000212553	0,000273604
des.07	22,38	479,45	-29,31 %	-5,46 %	0,002981194	0,016004133
nov.07	31,66	507,14				
SUM			-167,64 %	5,40 %	0,364945	0,311262
Kovarians Cov(Rs,Rm)			-4,19 %	0,13 %		0,007981084
Markedsvarians Var(Rm)					0,009355687	
Beta	0,853073					
Beta justert		0,905711				

Vedlegg 2 : Fremtidsregnskap

Beløp i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI Prosjekter	1 117 345	1234666,225	1358132,848	1480364,804	1598793,988	1710709,567
Driftskostnader	-1 284 810	-1316930,25	-1349853,506	-1383599,844	-1418189,84	-1453644,586
Avskrivninger	-1907	-2107,235	-2317,9585	-2526,574765	-2728,700746	-2919,709798
Normalt DR f.s	-169 372	-84 371	5 961	94 238	177 875	254 145
Skattekost drift	-47424,16	-23623,9528	1669,18717	26386,74783	49805,12525	71160,676
Normalt DR e.s	-121 948	-60 747	4 292	67 852	128 070	182 985
Normal PM	-10,91 %	-4,92 %	0,32 %	4,58 %	8,01 %	10,70 %
Goodwill	39662	43826,51	48209,161	52547,98549	56751,82433	60724,45203
Varige driftsmidler	4825	5331,625	5864,7875	6392,618375	6904,027845	7387,309794
Kundefordring	27522	30411,81	33452,991	36463,76019	39380,86101	42137,52128
Varelager	4879393	4391453,7	3952308,33	3557077,497	3201369,747	2881232,773
Driftsrelaterte eiendeler	4951402	4471023,645	4039835,27	3652481,861	3304406,46	2991482,056
Pensjonsforpliktelser	5799	6407,895	7048,6845	7683,066105	8297,711393	8878,551191
Leverandørgjeld	32779	36220,795	39842,8745	43428,73321	46903,03186	50186,24409
Avsetninger kortsiktig	198875	219756,875	241732,5625	263488,4931	284567,5726	304487,3027
Driftsrelaterte forpliktelser	237453	262385,565	288624,1215	314600,2924	339768,3158	363552,0979
NOA	4713949	4208638,08	3751211,148	3337881,569	2964638,145	2627929,958
ATO	0,237029505	0,29336479	0,362051826	0,443504293	0,539288072	0,650972284
RNOA		-0,013616523	0,001078462	0,019142545	0,040640991	0,065438486
Risikofri rente		3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %
Beta		0,9057	0,9057	0,9057	0,9057	0,9057
Markedets risikopremie		6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Avkastningskrav til gjeld		5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
ReOI(6,33%)		-362580,5678	-261867,9362	-165643,9384	-75633,08998	6339,83791
Diskonteringsrate		1,0633	1,13060689	1,202174306	1,27827194	1,359186553
NPV av ReOI		-340995,5496	-231617,1417	-137786,9562	-59168,23145	4664,435426
Total NPV til 2015	-764903,4434					
Fremskrivingsverdi (FV)	1412391,047					
Selskapsverdi	5361436,604					
Netto finansiell gjeld	-2689417					
Verdi egenkapital	2672019604					
Antall aksjer	830015939					
Verdi per aksje	kr 3,2192					

