

# AKTUELL KOMMENTAR

## Næringseiendom i Norge

NR. 6 | 2016

MARIUS HAGEN

Synspunktene i denne kommentaren representerer forfatterens syn og kan ikke nødvendigvis tillegges Norges Bank



NORGES BANK

# Næringseiendom i Norge<sup>1</sup>

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR  
NR 6 | 2016

Næringseiendom i Norge

*Næringseiendom er den enkeltnæringen norske banker har mest utlån til. Gjennom de siste 40 årene har utlån til næringseiendom vært en viktig årsak til tap for bankene. Priser på næringseiendom svinger med konjunktorene. Prisene steg kraftig før bankkrisen på slutten av 80-tallet og før finanskrisen i 2008. I denne kommentaren gis det en oversikt over næringseiendomsmarkedet i Norge, bankenes eksponering og mulige prisdrivere. Til slutt vurderes utviklingen i kredittrisiko.*

## Markedet for næringseiendom

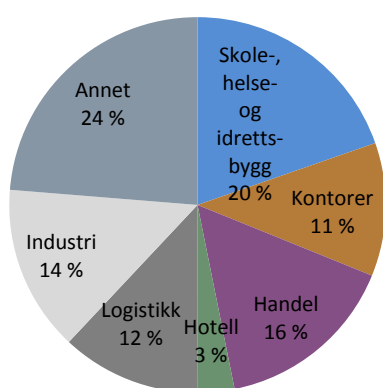
Næringseiendom kan defineres som all eiendom unntatt bolig- og fritidseiendom eid av bruker.<sup>2</sup> Næringseiendom består blant annet av kommersielle segmenter som kontor, handel, hotell og logistikk, og eiendom som i hovedsak er eid av det offentlige som helse-, skole- og idrettsbygg. Det finnes ingen komplett oversikt over verdien eller størrelsen på næringseiendomsmarkedet i Norge. Informasjon om nybyggingsaktivitet kan si noe om de relative størrelsesforskjellene mellom segmentene, og transaksjonstall kan si noe om verdien.

Siden tusenårsskiftet har kontor, handel og hotell til sammen stått for rundt 30 prosent av nybyggingen av næringslokaler, målt i antall kvadratmeter, se figur 1(a). Om lag 25 prosent av nybyggingsaktiviteten har vært innen industri og logistikk og 20 prosent har vært innen helse-, skole- og idrettsbygg.<sup>3</sup> Mye av nybyggingen innen kontor har skjedd i de store byene, mens nybyggingen i de andre segmentene i større grad har skjedd utenom de største byene, se figur 1(b). Ifølge anslag fra private analysemiljøer er det flere kvadratmeter med kontor i Oslo, enn i Stavanger, Bergen og Trondheim til sammen, se figur 2.

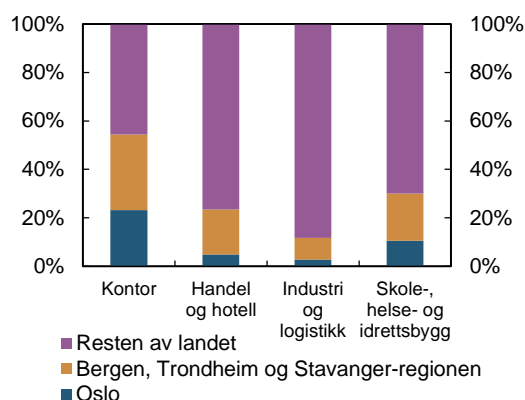
### Figur 1.

Igangsatte kvadratmeter næringsbygg fra 2000-2015.<sup>1</sup>

a) Fordelt på type næringseiendom. Prosent.



b) Fordelt på geografisk beliggenhet for ulike typer næringseiendom. Prosent.



<sup>1</sup> Inkluderer ikke bolig og fritidseiendom for kommersielle formål.

<sup>2</sup> Annet inkluderer blant annet parkerings-, landbruks-, terminal-, energiforsynings- og beredskapsbygninger.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

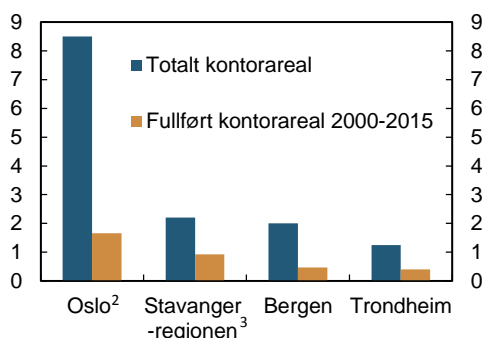
<sup>1</sup> Takk til Kristine Høegh-Omdal, Haakon Solheim, Kjersti Næss Torstensen, Kjell Bjørn Nordal og Sindre Weme for gode og nyttige kommentarer.

<sup>2</sup> En mer spesifikk definisjon er å definere næringseiendom som eiendom som genererer inntekter. Denne definisjonen brukes blant annet i rapporten «Report on commercial real estate and financial stability in the EU. December 2015», ESRB.

<sup>3</sup> De ulike segmentenes årlige andel av total byggeaktivitet har vært nokså stabil over tid.

**Figur 2.**

Totalt<sup>1</sup> og fullført kontorareal fra 2000-2015 i de største byene i Norge. Antall millioner kvadratmeter.



<sup>1</sup> Totalt kontorareal per 2015.

<sup>2</sup> Tall for antall fullførte kvadratmeter kontorbygg fra 2000 til 2015 er kun for Oslo kommune, mens totalt kontorareal også inkluderer Lysaker og Fornebu.

<sup>3</sup> Stavanger-regionen inkluderer Stavanger, Sandnes, Sola og Randaberg kommune.

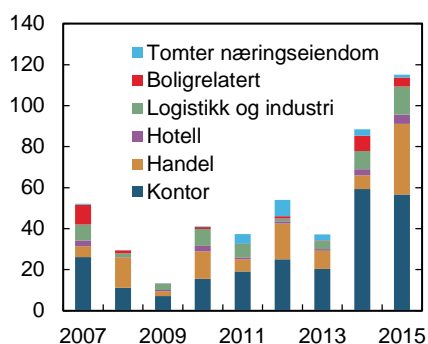
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Akershus Eiendom, Kytte Næringsmegling, EiendomsMegler 1 Midt-Norge og EiendomsMegler 1 Rogaland

Flere private analysemiljøer følger deler av næringseiendomsmarkedet tett. Det rettes mest oppmerksomhet mot kontormarkedet i de største byene. De siste ti årene har om lag halvparten av transaksjonsverdien i næringseiendom vært innen kontor, se figur 3(a). Investorer i næringseiendom i Norge er blant annet eiendomsselskaper, eiendomsfond, syndikater, liv- og pensjonsselskaper, private investorer og hel- eller deleide offentlige selskaper. De to siste årene har utenlandske aktører kjøpt mye norsk næringseiendom, se figur 3(b).

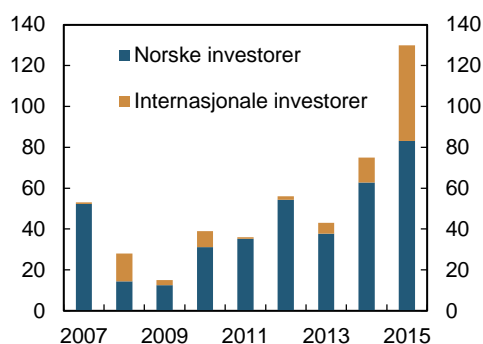
**Figur 3.**

Transaksjonsvolum innen næringseiendom.<sup>1,2</sup> Årlige tall. Milliarder kroner. 2007-2015.

a) Fordelt på ulike typer av næringseiendom



b) Fordelt på norske og internasjonale investorer



<sup>1</sup> Kun transaksjoner over 50 millioner.

<sup>2</sup> Det er enkelte avvik i totalt transaksjonsvolum mellom figur 3(a) og 3(b). Det skyldes bruk av ulike kilder i de to figurene.

Kilde: Akershus Eiendom

Kilde: DNB Næringsmegling

# Balansen til næringsseidomsforetak

Bygg og tomter utgjør over halvparten av eiendelene til næringsseidomsforetakene, se figur 4(a).<sup>4</sup> Omløpsmidlene utgjør om lag en fjerdedel, resten består av andre varige driftsmidler og finansielle anleggsmidler. Siden en stor del av balansen består av bygg og tomter, kan et fall i eiendomsverdiene få betydelige konsekvenser. For andre ikke-finansielle foretak utgjør bygg og tomter en mindre andel av totale eiendeler, mens andre varige driftsmidler utgjør en større andel, se figur 4(b).

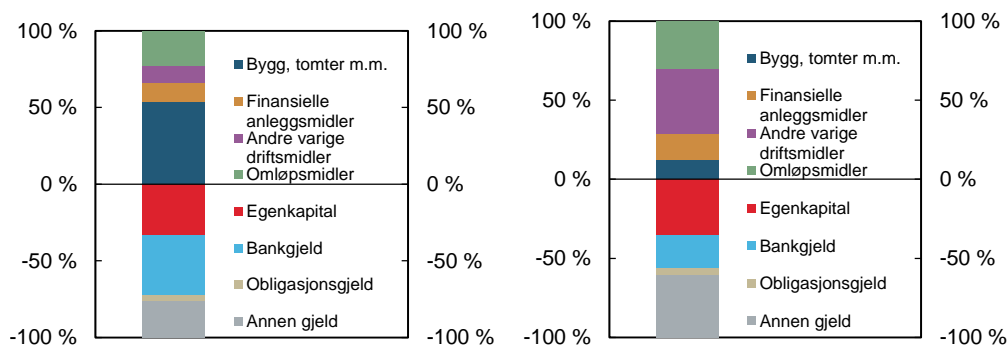
Av næringsseidomsforetakenes samlede finansiering utgjør egenkapitalandelen omtrent en tredjedel og bankgjelden noe mer. Den resterende delen består av annen gjeld<sup>5</sup> og litt obligasjonsgjeld. Andelen bankgjeld av samlet finansiering er dobbelt så høy i næringsseidomsforetakene som i andre ikke-finansielle foretak. Det skyldes trolig at bankene regner eiendom som et godt panteobjekt.

## Figur 4.

Balansen til norske konsern. Prosent. 2014

a) Næringsseidomsforetak

b) Andre ikke-finansielle foretak  
(eksklusive Statoil)



Kilde: Norges Bank

<sup>4</sup> Vi har i denne kommentaren benyttet konserntall. Næringsseidomsforetak som ikke er en del av et konsern er ikke med i analysen. Vi anslår at konserntallene utgjør om lag to tredjedeler av totalen for balansepostene bygg, tomter m.m. og bankgjelden. Konserntallene vil derfor trolig gi et godt bilde av balansen til et gjennomsnittlig næringsseidomsforetak i Norge. I analysen «Kreditrisiko i foretak innen næringsseidom og bygg og anlegg» i [Norges Banks finansiell stabilitets rapport 2015](#) ble det benyttet tall for alle næringsseidomsforetak for å kunne identifisere sårbare foretak, blant annet gjennom å sammenkople tallene med konkursstatistikk.

<sup>5</sup> Annen gjeld er en samlepost med blant annet konsernintern gjeld, avsetninger og øvrig gjeld.

# Bankenes eksponering

Historisk har bankene tapt mye på utlån til næringseiendomsforetak.<sup>6</sup> Bankene har direkte eksponering mot næringseiendom gjennom utlån til næringseiendomsforetak. Ved utgangen av 2015 sto næringseiendom for i overkant av 40 prosent av bankenes utlån til ikke-finansielle foretak, se figur 5(a).

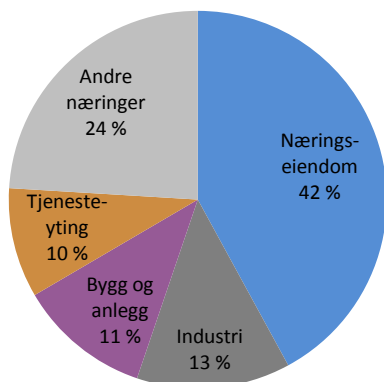
DNB har omtrent 30 prosent av bankenes samlede utlån til næringseiendom, se figur 5(b). Kontor utgjør halvparten av DNBs eksponering, se figur 6(a). SpareBank 1-bankene, Handelsbanken og Nordea har en andel hver på omtrent 15 prosent av bankenes totale utlån til næringseiendom. Handelsbanken har en høyere andel utlån til næringseiendom enn de andre store bankene, se figur 6(b).

Bankene er i tillegg indirekte eksponert mot næringseiendom gjennom utlån til andre næringer. Deler av utlånene til bygg og anlegg vil blant annet være tilknyttet utvikling av næringseiendom. I tillegg kan foretak i andre sektorer ta opp lån med pant i fast eiendom.

Bankene har siden slutten av 1990-tallet gradvis blitt mer direkte eksponert mot næringseiendom.<sup>7</sup> Samtidig har den indirekte eksponeringen trolig falt, fordi stadig flere foretak har solgt eller skilt ut eiendomsdrift i egne selskaper. Det innebærer at lån med pant i eiendom som tidligere lå under andre næringer nå i større grad ligger under næringseiendom.

**Figur 5(a).**

Fordeling av samlede utlån til foretak.<sup>1</sup> Prosent. Per 30. april 2016.

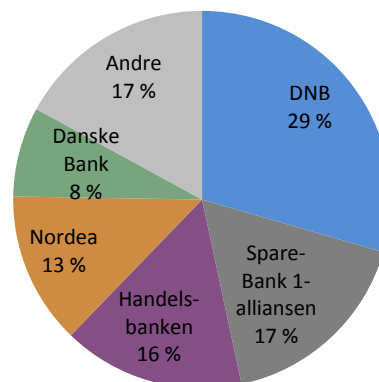


<sup>1</sup> Innenlands kreditt til ikke-finansielle foretak fra alle banker og kredittforetak.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 5(b).**

Markedsandeler utlån til foretak innen næringseiendom.<sup>1</sup> Prosent. Per 30. april 2016.



<sup>1</sup> Innenlands kreditt til ikke-finansielle foretak innen næringseiendom fra alle banker og kredittforetak.

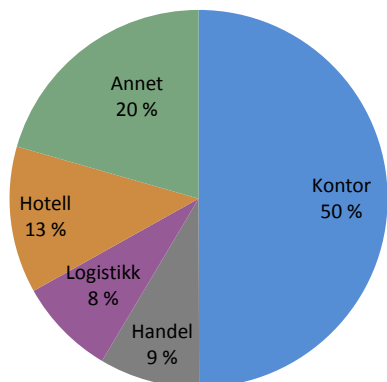
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>6</sup> Se «Hva taper bankene penger på under kriser?», Staff Memo 3/2014, K. Kragh-Sørensen og H. Solheim, Norges Bank.

<sup>7</sup> Se «Kanaler fra høy gjeld i husholdningene til tap i bankene», Staff Memo 9/2014, K. Kragh-Sørensen og H. Solheim, Norges Bank. Her inkluderes utlån til utvikling av byggeprosjekter under næringseiendom. Tallene er for alle banker og kredittforetak i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge.

**Figur 6(a).**

DNBs eksponering ved forfall<sup>1</sup> mot ulike typer av næringseiendom.<sup>2</sup> Prosent. Per 31. mars 2016.

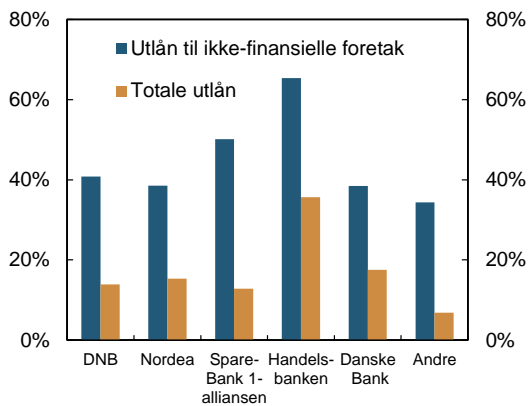


<sup>1</sup> Eksponering ved mislighold består av utlån samt poster utenom balansen som regnes med etter nærmere regler.

Kilde: DNB

**Figur 6(b).**

Utlån til næringseiendom som andel av utlån til foretak<sup>1</sup> og som andel av totale utlån.<sup>2</sup> Prosent. Per 30. april 2016.



<sup>1</sup> Ikke-finansielle foretak.

<sup>2</sup> Innenlands kreditt.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Prisene på næringseiendom

Salgsprisene på eiendom avhenger av kontantstrømmen eiendommen genererer og investorenes avkastningskrav. Det finnes flere statistikkilder for pris- og verdiutvikling innen næringseiendom, se boks 1. Et vanlig mål på avkastningskravet innen næringseiendom er yield, se boks 2. Forholdet mellom salgsprisene, leieinntektene og yield kan uttrykkes ved (1).

$$\text{Salgspris}_0 = \frac{\text{Netto leieinntekter det neste året}}{\text{Yield (Mål på avkastningskravet)}} \quad (1)$$

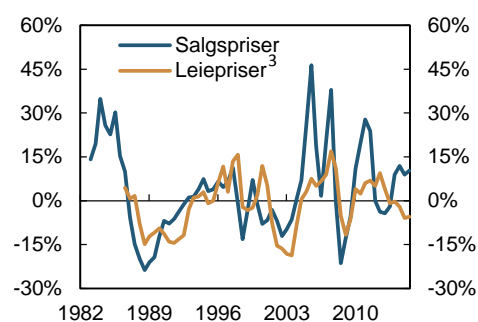
Salgsprisene øker når leieinntektene vokser eller avkastningskravet faller. Frem til 2004 var veksten i reelle salgs- og leiepriser<sup>8</sup> for kontorer med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo nokså sammenfallende, se figur 7(a). Etter 2004 har det vært store svingninger i veksten i salgsprisene, og i enkelte perioder har den vært svært høy. Veksten har i hovedsak blitt drevet av et lavere avkastningskrav. Leieprisene har vokst mer moderat.

Historisk har veksten i salgsprisene svingt med konjunktorene, se figur 7(b). Det var særlig sterk vekst i prisene før bankkrisen på slutten av 80-tallet og før finanskrisen i 2008.

**Figur 7(a).**

Reelle leiepriser og salgspriser for næringseiendom.<sup>1,2</sup>

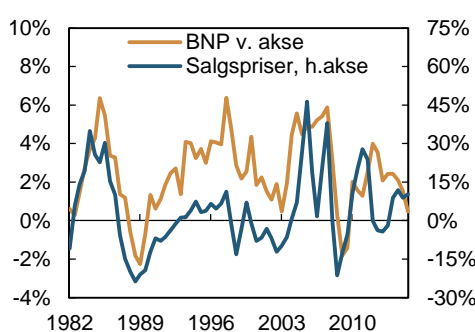
Årsvekst basert på halvårstall. Prosent.  
2. halvår 1982-2. halvår 2015



**Figur 7(b).**

Reelle salgspriser for næringseiendom<sup>1,2</sup> og BNP for Fastlands-Norge.

Årsvekst basert på halvårstall. Prosent.  
2. halvår 1982-2. halvår 2015



<sup>1</sup> Kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo.

<sup>2</sup> Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.

<sup>3</sup> Tall fra og med 2. halvår 1986.

Kilder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>8</sup> Med leiepris mener vi leie per kvadratmeter.

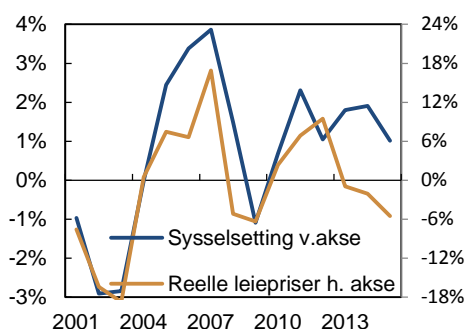
## Leiepriser

På kort sikt vil endringer i leieprisene i hovedsak være drevet av endringer i etterspørselen. Tilbudet av næringsseiendomslokaler betraktes gjerne som fast på kort sikt. Lange planleggings- og byggeprosesser medfører at det kan ta flere år å sette opp eller konvertere bygg til andre bruksformål.

Etterspørselen etter kontorlokaler påvirkes blant annet av endringer i sysselsettingen og forventet økonomisk vekst. På lengre sikt vil etterspørselen også avhenge av langsiktige strukturelle faktorer som for eksempel endringer i gjennomsnittlig kontorareal per ansatt.<sup>9</sup>

Bedrifter som øker antall ansatte vil normalt etterspørre større lokaler. Høyere etterspørsel bidrar til høyere leiepriser. I Oslo har veksten i sysselsetting og leiepriser fulgt hverandre tett, se figur 8(a). Figur 8(b) viser sammenhengen mellom vekst i sysselsetting og reelle leiepriser i flere norske byer, begge fratrukket sitt historiske snitt fra 2001-2015 for hver enkelt by. Den viser at samvariasjonen gjennomgående er sterk og positiv.

**Figur 8(a).**  
Sysselsatte<sup>1</sup> og reelle leiepriser<sup>2</sup> i Oslo. Årsvekst. Prosent. 2001-2015

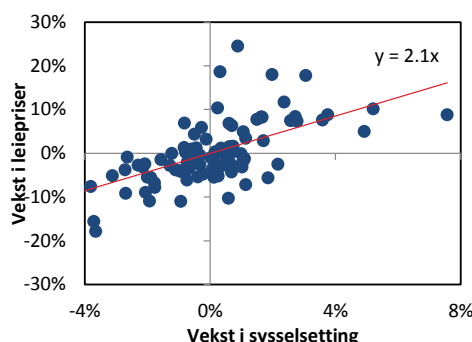


<sup>1</sup> Sysselsatte med arbeidssted i Oslo per 4. kvartal. Veksten i sysselsatte i 2015 er anslått med bakgrunnen i veksten i lønnstakere

<sup>2</sup> Leiepriser for kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo, deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge

Kilder: Dagens Næringsliv og Statistisk sentralbyrå

**Figur 8(b).**  
Sysselsetting og reelle leiepriser for kontorlokaler i store norske byer.<sup>1</sup> Årsvekst fratrukket sitt historiske snitt for hver by. Prosent. 2001-2015



<sup>1</sup> Utvalget består av Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim, Kristiansand og Tromsø.

Kilder: Dagens Næringsliv og Statistisk sentralbyrå

Det er en tydelig negativ sammenheng mellom vekst i reelle leiepriser og kontorledigheten i Oslo, se figur 9(a). Endringer i leieprisene ser ut til å lede endringer i kontorledigheten. Det kan skyldes at aktørene er fremoverskuende og legger til grunn forventet utvikling i kontorledigheten i leieforhandlingene. En annen mulig forklaring er at leienivået reagerer umiddelbart på endringer i markedet, mens kontorledigheten tilpasser seg noe senere siden det som oftest tar tid å flytte.<sup>10</sup>

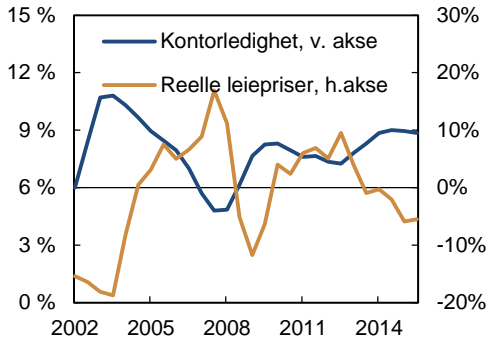
<sup>9</sup> I «Overview of Financial Stability», *De Nederlandsche Bank (2015)* trekkes redusert bruk av kontorareal per ansatt og økt bruk av internett for kjøp av varer fram som langsiktige strukturelle faktorer.

<sup>10</sup> Normalt definerer de ulike markedsaktørene ledig kontorareal som ledig areal i dag pluss det som blir ledig mellom de neste 3 til 12 månedene. Det betyr at ledighetsstatistikken til en viss grad justerer for at det tar tid for leietagerne å tilpasse seg.



Figur 9(b) viser sammenhengen mellom veksten i reelle leiepriser og kontorledighet ett halvt år senere i store norske byer, begge fratrukket sitt historiske gjennomsnitt for hver enkelt by. Det virker å være en nokså klar sammenheng, høyere (lavere) vekst i leieprisene enn gjennomsnittet etterfølges av lavere (høyere) kontorledighet enn gjennomsnittet halvåret etter.

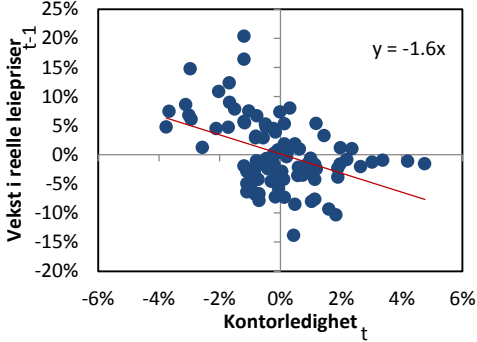
**Figur 9(a).**  
Kontorledighet og årsvekst i reelle kontorleiepriser i Oslo<sup>1</sup>. Årsvekst for leiepriser er basert på halvårstall. Prosent. 1. halvår 2002-2. halvår 2015.



<sup>1</sup> Kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo.

Kilder: Dagens Næringsliv og DNB

**Figur 9(b).**  
Kontorledighet og årsvekst i reelle kontorleiepriser i store norske byer.<sup>1,2</sup> Årsvekst for leiepriser er basert på halvårstall. Begge serier er fratrukket sitt historiske snitt for hver by. Prosent. 1. halvår 2004- 2. halvår 2015



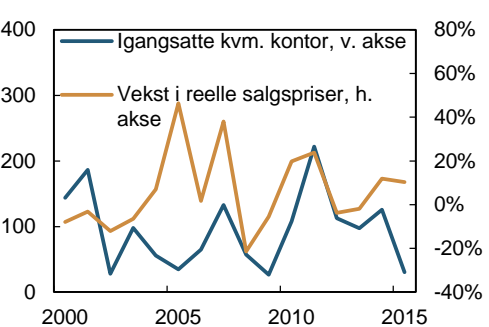
<sup>1</sup> Utvalget består av Oslo, Stavanger, Trondheim og Bergen. Det er noe variasjon i definisjonen av ledighet i de ulike byene.

<sup>2</sup> Veksten i reelle leiepriser er forskjøvet en periode.  
Kilder: Dagens Næringsliv, DNB og Akershus Eiendom

På lengre sikt vil endringer i leiepriser også påvirkes av endringer i tilbudet av nye lokaler. Endring i tilbudet bestemmes av nybyggingsaktivitet og netto konvertering av kontoreiendom til annen type eiendom.

Høy vekst i salgsprisene vil normalt gjøre det mer lønnsomt å sette opp nye bygg. Tall for Oslo viser at nybyggingsaktiviteten til en viss grad har svingt i takt med veksten i salgsprisene, se figur 10(a).

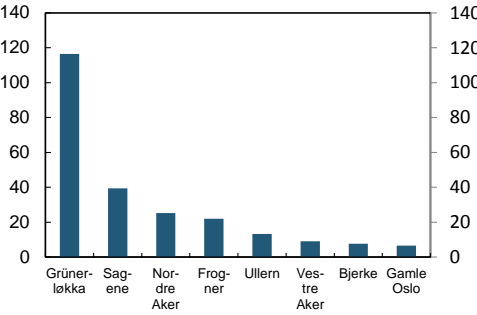
**Figur 10(a).**  
Igangsatte kvadratmeter med kontor i Oslo. I antall tusen kvadratmeter. Årsvekst i reelle salgspriser for kontor.<sup>1</sup> Prosent. Årlige tall. 2000-2015



<sup>1</sup> Kontorlokaler med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Dagens Næringsliv

**Figur 10(b).**  
Utvalgte konverteringer fra næringseiendom til bolig fra 2011 til 2017<sup>1</sup> i ulike bydeler i Oslo. Antall tusen kvadratmeter.



<sup>1</sup> Anslag for deler av 2016 og 2017.

Kilder: Dagens Næringsliv og Akershus Eiendom

I perioder med høyere vekst i boligprisene enn næringseiendomsprisene blir det mer attraktivt å konvertere fra næring til bolig, og omvendt. Konverteringstakten er høy på Grünerløkka, Sagene og Nordre Aker, se figur 10(b).<sup>11</sup> Store konverteringsprosjekter har bidratt til å øke boligmassen i bynære områder, mens plasskrevende næringsvirksomhet er flyttet ut. Det har skjedd parallelt med at det har vært høy boligprisvekst i disse områdene. Over tid vil muligheten for konvertering bidra til en viss konvergering mellom næringseiendoms- og boligprisene.

### Boks 1. Statistikk for verdi- og prisutvikling for norsk næringseiendom

OPAK og Investment Property Databank (IPD) er to ofte brukte kilder for salgspris- og verdiutvikling for næringseiendom i Norge.

IPDs serier er basert på regnskapstall fra en rekke eiendomsforetak og gir et uttrykk for gjennomsnittlig vekst i verdier for norske næringseiendommer. Tallene fra IPD kan dekomponeres basert på type næringseiendom og geografisk beliggenhet. Verdiutviklingen vil blant annet avhenge av kontraktfestet leie, markedsbasert leie, avkastningskravet og investeringene. I denne statistikken tas det hensyn til både eksisterende leieavtaler og forventet leienivå på nye kontrakter. Statistikken er årlig og starter i 1999.

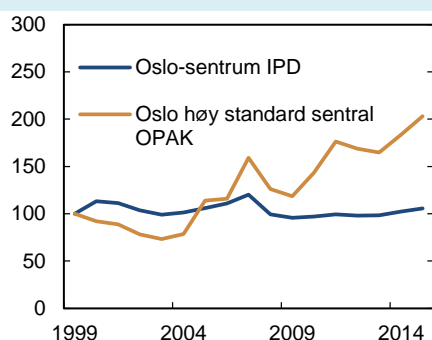
OPAK beregner halvårlig salgsprisen for kontorer med sentral beliggenhet og høy standard i Oslo og gode, sentralt beliggende kontorer Bergen. I beregningene legges det til grunn at et bygg leies fullt ut til dagens markedsleie. Det gjøres i tillegg en vurdering av investors avkastningskrav. Seriene starter på begynnelsen av 1980-tallet.

OPAKs serie for prisutviklingen i Oslo har både svingt mer og samlet sett steget vesentlig mer enn den sammenlignbare serien fra IPD, se figur A og B. IPD-tallene vil normalt utvikle seg mer moderat enn OPAK-tallene. Forklaringen ligger blant annet i at IPDs beregninger er basert på faktiske leieinntekter der kontrakter kan være inngått flere år tilbake, mens OPAKs beregninger er basert på dagens markedsleie. I tillegg er utvalget bredere i IPD, og statistikken skiller ikke mellom standarden på byggene.

I notatet benyttes hovedsakelig statistikken fra OPAK ettersom den har høyere frekvens og lengre historikk enn statistikken fra IPD.

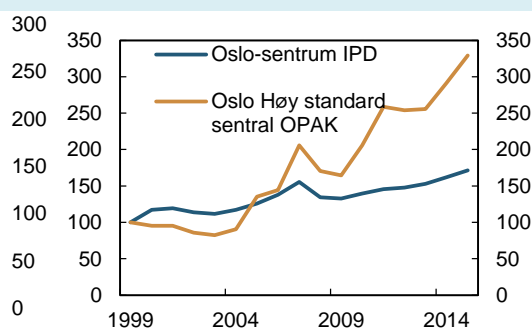
#### Figur A.

Reelle priser på næringseiendom i Oslo-sentrum.<sup>1</sup> Ulike kilder. Indeks. 1999=100



#### Figur B.

Nominelle priser på næringseiendom i Oslo-sentrum.<sup>1</sup> Ulike kilder. Indeks. 1999=100



<sup>1</sup> Deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Norge.

Kilder: OPAK, IPD, Dagens Næringsliv, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

<sup>11</sup> For en oversikt over de største konverteringene fra næringseiendom til bolig fra 2011-2017 i Oslo-regionen, se <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/06/08/2156/Eiendom/gjr-kontorer-til-leiligheter>.

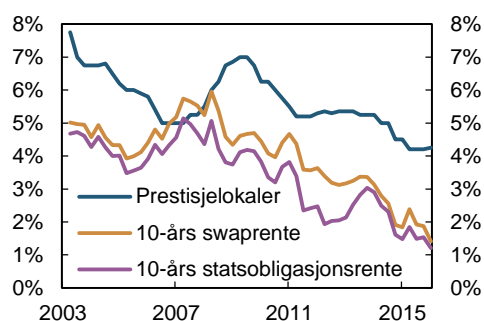
## Avkastningskrav

Investorer vurderer avkastning i eiendom opp mot avkastning fra andre investeringsmuligheter. I teorien vil avkastningskravet være lik beste avkastning en investor kan oppnå på alternative investeringer med lik risiko. Det er vanlig å dele opp avkastningskravet i risikofri rente og en risikopremie. Eiendomsinvestorer bruker ofte renten for statsobligasjoner eller swaprenter som referanse for risikofri rente.<sup>12</sup> Som mål på avkastningskravet benytter vi yield, se boks 2.

Yield for prestisjelokaler i Oslo og lange renter har fulgt hverandre tett over en lengre periode, se figur 11(a). Risikopremien har vært relativt stabil siden 2003 når vi ser bort i fra årene rett før finanskrisen, se figur 11(b).

**Figur 11(a).**

Yield for prestisjelokaler i Oslo og lange renter. Prosent.  
2. kvartal 2003- 1. kvartal 2016.



Kilder: Norges Bank, Bloomberg og CBRE

**Figur 11(b).**

Risikopremie for prestisjelokaler i Oslo.<sup>1</sup> Prosent.  
2. kvartal 2003- 1. kvartal 2016.



<sup>1</sup> Risikopremien er her beregnet som differansen mellom yield for prestisjelokaler og 10-års swaprente.

Kilder: Bloomberg og CBRE

Risikopremien kan deles inn i en premie for markedsrisiko og en premie for spesifikk risiko. Markedsrisiko er risikofaktorer som kan påvirke hele næringseiendomsmarkedet.<sup>13</sup> Det kan være risiko knyttet til den makroøkonomiske utviklingen, finansieringsbetingelser, strukturelle endringer eller endringer i lover.<sup>14</sup>

Spesifikke risikofaktorer er risikofaktorer knyttet til hver enkelt eiendom. Det kan være risiko for manglende betaling fra leietaker, ledighet ved utløp av leiekontrakten eller endringer i eierkostnadene. For veldiversifiserte investorer skal denne risikoen i prinsippet være neglisjerbar. Ifølge eiendomsforvaltnings- og utviklingsselskapet Basale er trolig den jevne eiendomsinvestor i Norge ikke veldiversifisert.<sup>15</sup> Det kan blant annet ha sammenheng med at næringseiendomsmarkedet er lite transparent.<sup>16</sup> I tillegg kreves det ofte mye kapital for å investere i næringseiendom.<sup>17</sup>

<sup>12</sup> Se *Basale (2013)*.

<sup>13</sup> Det er også mulig å definere markedsrisiko som risikofaktorer som kun påvirker visse deler av næringseiendomsmarkedet. Det kan for eksempel deles inn ut fra geografi eller type næringseiendom.

<sup>14</sup> Se *RICS Valuation Standards – Global and UK(2011)* for opplisting av systematiske og spesifikke risikofaktorer.

<sup>15</sup> Se *Basale (2013)*.

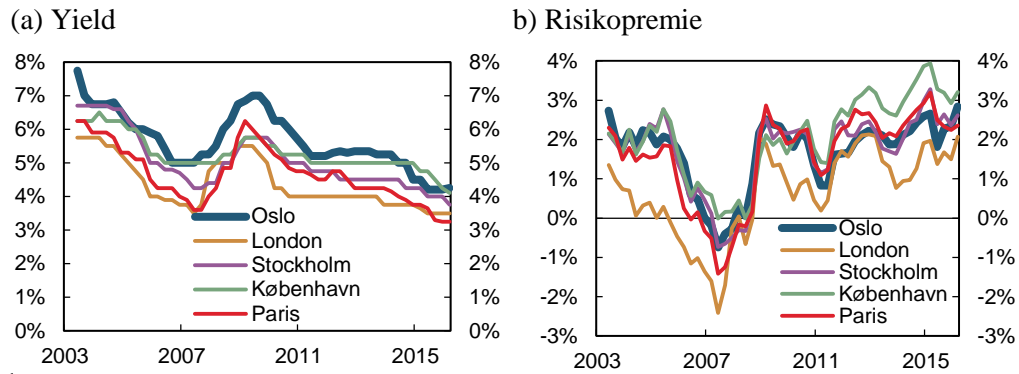
<sup>16</sup> Se *ESRB(2015)* og *Finanstilsynet(2010)*.

<sup>17</sup> Det er vanlig å skille mellom direkte og indirekte investeringer og mellom noterte og unoterte investeringer. Både i andre land og i Norge eier noterte selskaper en relativt liten andel av de totale eiendomsverdiene, se *NBIM(2015)* og *Akershus Eiendom(2014)*. Investering i unoterte selskaper kan enten gjøres direkte ved kjøp av enkelteidommer, eller indirekte ved kjøp av aksjer og/eller fondsandeler i eiendomsselskaper. Direkteinvesteringer er normalt mest kapitalkrevende.

Utviklingen i yield og risikopremie for prestisjelokaler har vært nokså sammenfallende i europeiske storbyer, se figur 12(a) og 12(b). Nivået på risikopremien har vært relativt stabilt med unntak av årene før finanskrisen.

**Figur 12.**

Yield og risikopremie<sup>1</sup> for prestisjelokaler i utvalgte europeiske storbyer. Prosent.  
2. kvartal 2003- 1. kvartal 2016



<sup>1</sup> Risikopremien er beregnet som differansen mellom yield for prestisjelokaler og 10-års swaprente for de enkelte landene.

Kilder: Bloomberg og CBRE

**Boks 2. Fra generell verdsettingsteori til yield i næringseiendom**

En vanlig metode for å beregne verdien av et selskap er ved å summere den neddiskonterte frie kontantstrømmen<sup>1</sup> selskapet genererer. Forutsetter vi at kontantstrømmen er lik i all fremtid og benytter formelen for summen av en uendelig rekke får vi

$$Verdi_0 = \frac{K}{1+A} + \frac{K}{(1+A)^2} + \dots + \frac{K}{(1+A)^\infty} = \frac{K}{A} \quad (1),$$

hvor  $K =$  Fri reell kontantstrøm,  $K_1 = \dots = K_\infty$  and  $A =$  Reelt avkastningskrav

Et mye brukt nøkkeltall blant markedsaktører for å beregne prisen på en næringseiendom er «yield». I næringseiendom beregnes vanligvis yielden som netto leieinntekter<sup>2</sup> det neste året delt på salgsprisen.<sup>3</sup> Snur vi om på denne sammenhengen får vi

$$Salgspris_0 = \frac{\text{Netto leieinntekter det neste året}}{\text{Yield}} \quad (2)$$

Hovedforskjellen mellom (1) og (2) er at yield har erstattet realavkastningskravet og netto leieinntekter har erstattet den frie kontantstrømmen. Det er særlig to forhold det er viktig å merke seg ved bruk av yield for prisingsformål:

- I perioder med forventninger om økt vekst i leieprisene vil yield-begrepet med utgangspunkt i neste års leieinntekter undervurdere det faktiske realavkastningskravet. Det var trolig tilfellet før finanskrisen hvor den beregnede risikopremien i en periode var negativ, se figur 11(b).
- Netto leieinntekter vil ikke nødvendigvis være et godt mål på den frie kontantstrømmen, fordi den blant annet ikke inkluderer investeringer eller betalbar skatt. Det kan bidra til å gjøre det utfordrende å sammenligne yield på tvers av eiendommer.

Yield kan også beregnes på flere måter, for eksempel med utgangspunkt i kontraktfestet leie, markedsleie eller en kombinasjon av de to.<sup>4</sup> I analysene av den generelle utviklingen i næringseiendomsmarkedet legger markedsaktørene normalt til grunn at et representativt kontorbygg blir fullt utleid til gjeldende markedsleie det neste året. I vurderinger av enkelttransaksjoner vil også kontraktfestet leie være av betydning.

<sup>1</sup> Fri kontantstrøm er kontantstrømmen et selskap kan betale til gjelds- og egenkapitalinvestorer etter å ha trukket fra nødvendige investeringer for å opprettholde dagens vekst.

<sup>2</sup> Netto leieinntekter er lik leieinntekter fratrukket eiendomsrelaterte kostnader som eier ikke får viderefakturert til leietaker. Disse kostnadene omfatter typisk forsikring, vedlikehold, revisjon, administrasjon, honorarer til rådgivere og andre driftskostnader, se *Basale (2012)*.

<sup>3</sup> Enkelte aktører benytter direkteavkastningskrav som synonym for denne definisjonen av yield.

<sup>4</sup> Yield beregnes vanligvis basert på netto leieinntekter, men kan også beregnes basert på brutto leieinntekter.

# Kredittrisiko i næringseiendom

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR  
NR 6 | 2016

Næringseiendom i Norge

Tap på utlån oppstår når eier ikke klarer å betjene renter og avdrag og eiendommens salgsverdi er lavere enn utestående gjeld og salgskostnader.<sup>18</sup> Ved fall i markedsløst og/eller stigende arealledighet presses inntjeningen til næringseiendomsforetakene, og sannsynligheten for mislighold øker. Eiendom regnes som et godt panteobjekt. Når eiendomspriser stiger vil det derfor være mulig å øke gjelden, for en gitt belåningsgrad, fordi panteobjektet stiger i verdi. Dersom vedvarende høy prisvekst sammenfaller med økt gjeldsvekst, blir foretakene gradvis mer sårbare for inntektsbortfall, økte finansieringskostnader og fall i eiendomsprisene.

Gjeldsbetjeningsevnen kan forstås som hvor stor andel av gjelden foretakene er i stand til å dekke over løpende inntjening. På begynnelsen av 2000-tallet økte gjeldsbetjeningsevnen til næringseiendomsforetakene før den falt betydelig under finanskrisen, se figur 13(a). De siste årene har gjeldsbetjeningsevnen vært nokså stabil noe under det historiske gjennomsnittet. Gjeldsbetjeningsevnen er beregnet med utgangspunkt i årlige regnskapstall for norske foretak, og siste observasjon er fra 2014. I 2015 steg kontorledigheten i Stavanger, Bergen og Trondheim.<sup>19</sup> Økt kontorledighet svekker isolert sett inntjeningen, og kan derfor være et forhåndsvarsel om lavere gjeldsbetjeningsevne. I Stavanger-regionen har det også over en lengre periode vært særlig høy byggeaktivitet innen kontor. Kombinasjonen av stigende ledighet, fallende markedsløst og høy tilførsel av nye arealer i de senere år gjør næringseiendomsforetak i denne regionen særlig sårbare.

Prisene for kontorer med høy standard og sentral beliggenhet i Oslo har steget betydelig siden sommeren 2013, se figur 7(a). Tidligere har dette vært en god indikator for oppbygging av finansielle ubalanser. Samtidig måler indikatoren et snevert segment innen næringseiendom i Oslo. Det britiske selskapet Investment Property Databank («IPD») beregner den gjennomsnittlige verdiutvikling for all norsk næringseiendom ved bruk av regnskapstall, se boks 1. IPD anslår at det har vært noe vekst i verdiene i næringseiendom i Norge de siste årene, se figur 13(b). IPD-tallene viser også at veksten i verdiene på kontorlokaler har vært høyere i Oslo enn i andre byer.

---

<sup>18</sup> En annen kilde til tap er at låntager ikke får refinansiert lånet når det løper ut og salgsverdien er lavere enn utestående gjeld.

<sup>19</sup> Se *Akershus Eiendoms markedsrapport våren 2016* eller *DNB Næringsmeglings markedsrapport for 1. halvår 2016*.

**Figur 13(a).**

Gjeldsbetjeningsevne for konsern innen næringseiendom og historisk snitt. Kontantinntjening<sup>1</sup> i prosent av rentebærende gjeld<sup>2</sup>. 1999-2014



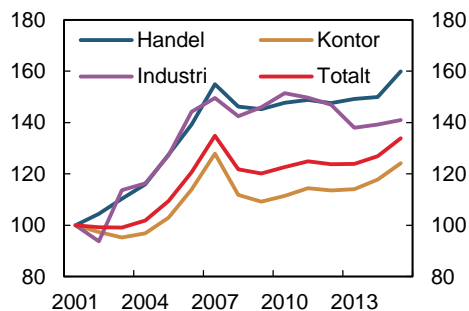
1) Definert som ordinært resultat før skatt og driftsmessige av- og nedskrivninger.

2) Definert som summen av annen langsiktig gjeld, kortsiktige konvertible lån, kortsiktige sertifikatlån og kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner.

Kilde: Norges Bank

**Figur 13(b).**

Verdi på utvalgte segmenter av næringseiendom og totalt. Indeks. 2001=100. 2001-2015



Kilde: IPD

Samlet sett tyder utviklingen på at sårbarheten i næringseiendomsforetakene har økt de siste årene. Stigende priser har gjort næringseiendomsforetak innen kontor i Oslo mer utsatt for prisfall og sviktende inntekter, mens økt kontorledighet og et svakere leiemarked trolig har bidratt til å øke kredittrisikoen i de andre store byene.

## Referanser

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR  
NR 6 | 2016

Næringseiendom i Norge

Akershus Eiendom (2014): «Investering i Næringseiendom, rapport for Folketrygdfondet»

<<http://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/Nedlastingscenter/Brev%20-%20Finansdepartementet/Utrekning%20om%20N%C3%A6ringseiendom%20for%20FTF%2023.10.14.pdf>>

Akershus Eiendom (2016): «The Norwegian Commercial Property Market, Spring 2016»

Basale (2012): «Basalerapporten 1. halvår 2012»

<[http://basale.no/wp-content/uploads/2015/12/basalerapporten\\_1\\_2012.pdf](http://basale.no/wp-content/uploads/2015/12/basalerapporten_1_2012.pdf)>

Basale (2013): «Basalerapporten 1. halvår 2013»

<[http://basale.no/wp-content/uploads/2015/12/basalerapporten\\_1\\_2013.pdf](http://basale.no/wp-content/uploads/2015/12/basalerapporten_1_2013.pdf)>

De Nederlandsche Bank (2015): «Overview of Financial Stability»

<[http://www.dnb.nl/en/binaries/OFS%20Autumn%202015\\_tcm47-332216.pdf](http://www.dnb.nl/en/binaries/OFS%20Autumn%202015_tcm47-332216.pdf)>

DNB Næringsmegling (2016): «DNBs Markedsrapport 1. halvår 2016»

<<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/bedrift/naringsmegling/markedsrapport-1halvar-2016.pdf>>

ESRB (2015): «Report on commercial real estate and financial stability in the EU. December 2015»

<[http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2015-12-28\\_ESRB\\_report\\_on\\_commercial\\_real\\_estate\\_and\\_financial\\_stability.pdf?ccd0f8c04c3cd4b6c33d3828259727a3](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2015-12-28_ESRB_report_on_commercial_real_estate_and_financial_stability.pdf?ccd0f8c04c3cd4b6c33d3828259727a3)>

Finanstilsynet (2010): «Verdsettelse av investeringseiendom»

<[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt\\_vedlegg/2010/4\\_kvartal/Verdsettelse\\_av\\_investeringseiendom.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2010/4_kvartal/Verdsettelse_av_investeringseiendom.pdf)>

NBIM (2015): «The diversification potential of real estate»

<[http://www.nbim.no/contentassets/6f7dc4d09cd94c10b76906442e6e1549/nbim\\_discussionnotes\\_1-15.pdf](http://www.nbim.no/contentassets/6f7dc4d09cd94c10b76906442e6e1549/nbim_discussionnotes_1-15.pdf)>

RICS Valuation Standards – Global and UK (2011):

<[https://initialyield.files.wordpress.com/2012/01/rics\\_red\\_book\\_2011-global-and-uk.pdf](https://initialyield.files.wordpress.com/2012/01/rics_red_book_2011-global-and-uk.pdf)>

Sørensen og Solheim (2014): «Hva taper bankene penger på under kriser?», Staff Memo 3/2014

<[http://www.norges-bank.no/pages/99053/Staff\\_Memo\\_3\\_14\\_nor.pdf](http://www.norges-bank.no/pages/99053/Staff_Memo_3_14_nor.pdf)>

Sørensen og Solheim (2014): «Kanaler fra høy gjeld i husholdningene til tap i bankene», Staff Memo 9/2014

<[http://static.norges-bank.no/pages/101118/Staff\\_Memo\\_9\\_14.pdf?v=09072014123957&ft=.pdf](http://static.norges-bank.no/pages/101118/Staff_Memo_9_14.pdf?v=09072014123957&ft=.pdf)>